



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 19

(2013–2014)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013





DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 19

(2013–2014)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av
Statens pensjonsfond i 2013

Innhold

1	Innledning	7	2.7	SPU og klima	56
2	Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland ..	12	2.7.1	Videre arbeid med klimarisiko	57
2.1	Bakgrunnen for investeringsstrategien	12	2.7.2	Vurdering av virkemiddelbruk	57
2.1.1	Formål og særpreg	12	3	Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond Norge	58
2.1.2	Hovedtrekk ved investeringsstrategien	13	3.1	Bakgrunn	58
2.2	Gjennomgang av Norges Banks forvaltning	14	3.2	Investeringsstrategien	58
2.2.1	Innledning	14	3.3	Tilbakevektning	58
2.2.2	Bakgrunn	15	3.3.1	Bakgrunn for tilbakevektning	58
2.2.3	Norges Banks analyser og vurderinger	16	3.3.2	Departementets vurderinger	60
2.2.4	Rapport fra ekspertgruppen	20	4	Oppfølgingen av forvaltningen	61
2.2.5	Departementets vurderinger	22	4.1	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland	61
2.3	Tilbakevektning av aksjeandelen ...	24	4.1.1	Markedsutviklingen i 2013	61
2.3.1	Tilbakevektning av referanseindeksen	24	4.1.2	Fondets markedsverdi	61
2.3.2	Tilbakevektning av den faktiske porteføljen	24	4.1.3	Avkastning	63
2.3.3	Departementets vurderinger	25	4.1.4	Risiko og rammer	68
2.4	Olje- og gassaksjer i SPU	25	4.1.5	Kostnader	74
2.4.1	Innledning	25	4.1.6	Miljørelaterte mandater	75
2.4.2	Utsatthet for fall i petroleumspriser reduseres over tid	27	4.1.7	Operative referanseporteføljer	76
2.4.3	Oljeaksjer og oljepris	27	4.1.8	Endringer i referanseindeksen for statsobligasjoner	76
2.4.4	Oljeprisen og finansmarkedene ...	29	4.1.9	Departementets vurdering	77
2.4.5	Departementets vurderinger	31	4.2	Måling av avkastning i internasjonal valuta	77
2.5	Strategien for ansvarlige investeringer	34	4.2.1	Innledning	77
2.5.1	Bakgrunn	34	4.2.2	Dagens metode for å beregne SPU's avkastning	77
2.5.2	Dagens rammeverk	34	4.2.3	Valg av valutakurv	77
2.5.3	Strategirådets anbefalinger	34	4.2.4	Valg av deflator	78
2.5.4	Høringsuttalelser	42	4.2.5	Departementets vurderinger	81
2.5.5	Departementets vurderinger	47	4.3	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge	81
2.6	Investeringer i fornybar energi og framvoksende markeder	51	4.3.1	Markedsutviklingen i 2013	81
2.6.1	Innledning	51	4.3.2	Fondets markedsverdi	81
2.6.2	Eksterne vurderinger av særskilte mandater for ansvarlige investeringer	51	4.3.3	Avkastning	82
2.6.3	Erfaringer fra miljøfondet og miljørelaterte investeringsmandater	52	4.3.4	Risiko og rammer	84
2.6.4	Mulige tilleggseffekter	52	4.3.5	Kostnader	88
2.6.5	Historisk avkastning og risiko for investeringer i utviklingsland og fornybar energi	53	4.3.6	Departementets vurdering av resultatene i SPN	89
2.6.6	Unoterte investeringer	54	4.4	Oppfølging av rammeverket for forvaltningen	89
2.6.7	Departementets vurderinger	55	4.4.1	Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning	89
			4.4.2	Uavhengig gjennomgang av avkastningstallene	90
			4.4.3	Internasjonale rammeverk	90

4.4.4	Folketrygdfondets rammeverk for risikostyring og kontroll av handelsprosessen	92
4.5	Ansvarlig investeringspraksis	92
4.5.1	Innledning	92
4.5.2	Ansvarlig investeringspraksis og eierskapsarbeid i SPU	93
4.5.3	Ansvarlig investeringspraksis og eierskapsarbeid i Statens pensjonsfond Norge	98
4.5.4	Observasjon og utelukkelse av selskaper	100

5	Videreutvikling av ramme- verket for forvaltningen av Statens pensjonsfond	103
5.1	Innledning	103
5.2	Endringer i mandatet for SPU	103

Vedlegg

1	Historiske tabeller	104
2	Ord og uttrykk	106
3	Gjennomgang av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland	112
4	Rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland	115
5	Referanser	119



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 19

(2013–2014)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013

*Tilråding fra Finansdepartementet 4. april 2014,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Solberg)*

1 Innledning

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Fondet har ikke eget styre eller egen administrasjon og er ingen juridisk person. SPU og SPN forvaltes av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet innenfor mandater fastsatt av Finansdepartementet.

I denne meldingen legger Finansdepartementet fram resultater og vurderinger av forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013. Videreutvikling av fondets investeringsstrategi omtales, og det gjøres rede for arbeidet med å følge opp rammeverket for forvaltningen.

Ideen om et sparefond

Etter at Norge fant olje i Nordsjøen i 1969, ble det tidlig klart at verdiene antakelig kunne være store. Det ble erkjent at inntektene fra petroleumsvirksomheten ikke er inntekter i vanlig forstand, men dels har et motstykke i uttapping av en ikke-fornybar ressurs. Det ble også erkjent at inntektene ville svinge kraftig med oljeprisen. For å sikre balanse i økonomien på kort og lang sikt var det derfor viktig å styre bruken av statens oljeinntekter. Det såkalte Tempo-utvalget (NOU 1983: 27), ledet av Hermod Skånland, lanserte i 1983 ideen om å opprette et oljefond. Forslaget var å sette opp et fond som kunne utjevne bruken av oljeinntekter over noen få år. Utvalgets tillit til statens evne til å bygge opp et sparefond, og ikke bare et utjevningssfond, var imidlertid begrenset. Det skrev:

«De politiske organer må selv ta stilling til om en slik fondsoppbygging for å unngå framtidig inntektsnedgang er realistisk. Utvalget velger for sin del ikke å bygge på en slik forutsetning.»

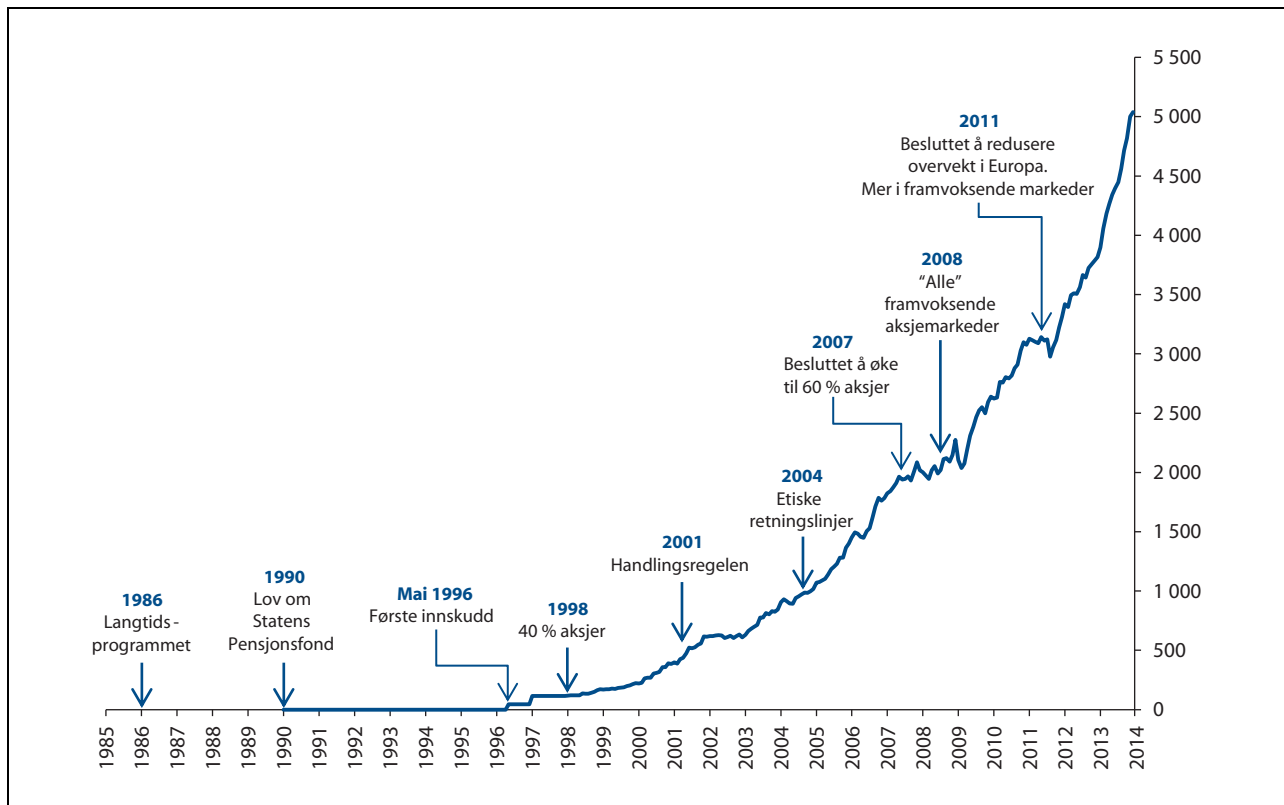
Tanken om et statlig oljefond modnet i løpet av 1980-tallet. Regjeringen Willoch gikk inn for å etablere et fond i Langtidsprogrammet som ble lagt fram våren 1986, jf. St.meld. nr. 39 (1985–86). Loven om Statens petroleumsfond ble vedtatt i 1990 etter forslag fra regjeringen Syse.

Til å begynne med var fondskonstruksjonen for det meste en øvelse i bokføring. Den gjorde synlig at oljepengene ble brukt løpende: Statens petroleumsinntekter ble tilordnet fondet, men hele beløpet ble ført tilbake til statsbudsjettet for å dekke deler av underskuddet utenom oljeinntektene. I takt med bedringen i norsk økonomi utover 1990-tallet ble den første netto avsetningen til fondet gjort i mai 1996, jf. figur 1.1.

Statens pensjonsfond er etter hvert blitt en viktig kilde til finansiering av offentlige utgifter. I statsbudsjettet for 2014 er overføringen fra SPU for å dekke det oljekorrigerte underskuddet anslått til 139 mrd. kroner. Det tilsvarer 10 pst. av de samlede utgiftene over offentlige budsjetter. Fondets betydning som kilde til finansiering av offentlige utgifter anslås å øke videre de nærmeste årene. For 2020 anslås den forventede realavkastningen av SPU på usikkert grunnlag å tilsvare 8¾ pst. av BNP Fastlands-Norge. Dersom utgiftene videreføres på dagens nivå, målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, vil fondet da kunne finansiere over 15 pst. av de offentlige utgiftene. Denne andelen vil imidlertid etterhvert igjen falle, siden fondet ikke vil vokse i samme takt som bruttonasjonalproduktet for fastlandsøkonomien. Reduksjonen i finansieringsbidraget fra SPU sammenfaller i tid med en anslått sterk økning i offentlige utgifter, særlig til pensjoner, helse og omsorg.

Gode resultater i 2013

Statens pensjonsfond oppnådde et godt resultat i 2013. Avkastningen før forvaltningskostnader av SPU var 15,9 pst. målt i utenlandsk valuta og av SPN 15,7 pst. målt i norske kroner. Dette er blant de beste resultatene som er oppnådd i fondets historie. Norges Banks aktive avvik fra referanseindeksen bidro positivt til fondets avkastning, mens det var en mindreavkastning som følge av forvaltningen i Folketrygdfondet. Ved utgangen av året var den samlede verdien av Statens pensjonsfond om lag 5 206 mrd. kroner, etter en økning på 1 245 mrd. kroner i løpet av året.



Figur 1.1 Historisk utvikling i markedsverdien til Statens pensjonsfond utland. Mrd. kroner

Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank.

Forvaltningskostnadene i SPU og SPN utgjorde i fjor henholdsvis 0,07 pst. og 0,09 pst. av gjennomsnittlig kapital. Departementet legger vekt på en kostnadseffektiv forvaltning av Statens pensjonsfond over tid. Sammenlikninger med andre fond viser at forvaltningskostnadene, målt som andel av forvaltet kapital, er lave både for SPU og SPN.

De gode resultatene i 2013 gjenspeiler den positive utviklingen i verdens aksjemarkeder. Aksjekursene steg gjennom året, blant annet som følge av at den amerikanske sentralbanken fortsatte å tilføre likviditet til økonomien. Det var bred oppgang i de utviklede aksjemarkedene. Avkastningen av aksjeporteføljen til SPU var 26,3 pst. Det var investeringene i utviklede markeder som bidro til den høye avkastningen. Avkastningen av fondets obligasjonsinvesteringer var i 2013 om lag null.

Fra januar 1998 til desember 2013 er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning før forvaltningskostnader på 5,7 pst. i SPU og 7,1 pst. i SPN. Svingningene i avkastningen har i løpet av denne 15-årsperioden vært betydelige.

Den gjennomsnittlige realavkastningen i SPU har fra januar 1997 til desember 2013 vært snaut

3,9 pst. etter fradrag for inflasjon og forvaltningskostnader, mot vel 3,2 pst. målt ved utgangen av 2012. Det er litt lavere enn den langsiktige forventningen om 4 pst. realavkastning. Gitt normale svingninger i gjennomsnittlig avkastning over perioder på 15 år er likevel avkastningen nær den langsiktige forventningen.

Avkastningen i fondet varierer mye fra år til år, men de løpende inntektene fra aksjer, obligasjoner og eiendom i form av utbytte, rentekuponger og leieinntekter er mer stabile. De løpende inntektene til SPU utgjør for tiden i størrelsesorden 130 mrd. kroner per år, eller om lag 3 pst. av fondskapitalen. For SPN utgjør de løpende inntektene vel 6 mrd. kroner, som svarer til om lag 4 pst. av kapitalen.

Av den samlede verdien til SPU på 5 038 mrd. kroner ved utgangen av 2013 utgjør den oppnådde avkastningen 1 799 mrd. kroner. Mer enn en tredjedel av fondets verdi kan dermed tilskrives avkastning av plasseringene, målt i internasjonal valuta. Nærmere 70 pst. av den oppnådde avkastningen kommer fra investeringer i aksjer, mens om lag 30 pst. kommer fra obligasjonsinvesteringene.

Avkastningen av Statens pensjonsfond har både i 2012 og 2013 vært svært god sammenliknet med den avkastningen som forventes over tid. Departementet vil peke på at en må være forberedt på at verdien til fondet vil kunne svinge betydelig i årene som kommer. I løpet av fondets historie har svingningene i avkastningen vært betydelige. Den årlige avkastningen av SPU har i perioden 1998–2013 variert mellom -23 pst. og 26 pst. Tilsvarende svingninger ville med dagens fondsverdi tilsvare et verdifall på omlag 1 200 mrd. kroner eller en verdiøkning på 1 300 mrd. kroner.

Etablerte prinsipper for forvaltningen av Statens pensjonsfond

I Sundvolden-plattformen står det at «Regjeringen vil bygge videre på det rammeverket som er skapt rundt 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 legges vekt på åpenhet om og etisk bevissthet i forvaltningen. Det er etablert et system for ansvarlig investeringspraksis der selskaper som bryter med visse etiske kriterier utelukkes fra fondets investeringsunivers, herunder grove brudd på menneskerettigheter, grov korrupsjon og alvorlig miljøskade. Norges Bank integrerer miljø- og samfunnsmessige hensyn i forvaltningen, og har solgt seg ut av selskaper der vurderingen har vært at selskapenes forretningsmodell ikke er bærekraftig på sikt. Slike nedsalg gjøres innenfor rammen for tillatte avvik fra referanseindeksen. Eierskapsutøvelsen baseres på internasjonale anerkjente prinsipper og standarder, blant annet fra FN og OECD. I avsnitt 4.5 er det gjort nærmere rede for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis.

Investeringsstrategien for SPU er blitt utviklet gradvis over tid basert på grundige faglige vurderinger. Disse vurderingene gir også grunnlag for forankring av fondets strategi i Stortinget. Den langsiktige investeringsstrategien angir en fast andel aksjer på 60 pst. Aksjeandelen bestemmer langt på vei risikonivået i fondet. Siden fondet har god risikobærende evne, er ikke strategien innrettet med sikte på å minimere svingningene i avkastningen. En slik strategi ville gitt en vesentlig lavere forventet avkastning over tid. Statsobligasjonenes rolle i fondet er særlig å dempe svingningene i fondets avkastning. Den forventede avkastningen er her ikke høy. Aksjeplasseringene,

som gir oss eierandeler i selskaper globalt, ventes å gi det største bidraget til avkastningen over tid. Investeringene, både i aksjer, obligasjoner og eiendom, gir løpende inntekter i form av utbytte, rentebetalinger og leieinntekter.

Investeringene er fordelt på et stort antall enkeltaksjer og -obligasjoner, og etter hvert også flere eiendommer. Ved å spre investeringene i en portefølje vil den samlede risikoen bli lavere enn summen av risiko fra hver enkelt investering. Departementet har fastsatt en referanseindeks for SPU som innebærer at sammensetningen av investeringene i aksjer og i selskapsobligasjoner følger prinsippet om markedsvekter, mens sammensetningen av investeringene i statsobligasjoner tar utgangspunkt i størrelsen på landenes økonomi målt ved bruttonasjonalprodukt (BNP-vekter). Indeksen og det globale mandatet for eiendomsinvesteringer bidrar til at investeringene spres bredt på ulike land og regioner.

Det meste av risikoen i fondet følger over tid av utviklingen i de brede aksje- og obligasjonsmarkedene, slik disse kommer til uttrykk i referanseindeksen. Norges Bank kan i den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningen likevel avvike noe fra indeksene innenfor bestemte risikorammer fastsatt i mandatet fra departementet. Bidraget til fondets risiko fra Norges Banks avvik fra referanseindeksen har over tid vært moderate.

I avsnitt 2.1 i denne meldingen gjøres det rede for hovedtrekkene ved investeringsstrategien i SPU. Investeringsstrategien for SPU omtales i avsnitt 3.1. Styringsstrukturen for de to delene av Statens pensjonsfond er omtalt i kapittel 5.

Videreutvikling av investeringsstrategien

En god og langsiktig forvaltning av Statens pensjonsfond forutsetter bred oppslutning om og tillit til måten fondet forvaltes på. Departementet legger derfor vekt på jevnlig å vurdere hvordan forvaltningen av fondet kan utvikles videre. En rettesnor for arbeidet vil være at endringer som gjøres i investeringsstrategien skal bygge på grundige faglige vurderinger og analyser. Viktige endringer i forvaltningen av fondet legges fram for Stortinget.

Årets melding drøfter flere temaer, herunder en bred gjennomgang av Norges Banks forvaltning av SPU, i tråd med de regelmessige gjennomganger som tidligere er varslet til Stortinget. Reglene for tilbakevektning av aksjeandelen i både SPU og SPN drøftes. Videre drøftes SPUs investeringer i olje- og gassaksjer. Tidligere analyser er oppdatert og utvidet i denne meldingen. Meldingen behandler videre rådene fra Strategirådet for

Statens pensjonsfond utland om arbeidet med ansvarlige investeringer. Det legges også fram flere konkrete tiltak som følger opp Sundvolden-erklæringen om investeringer i framvoksende markeder og fattige land og investeringer i fornybar energi. Til slutt omtales videre arbeid med å adressere klimaspørsmål i forvaltningen av SPU.

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond tar utgangspunkt i formålet med fondet, oppfatninger om finansmarkedenes virkemåte og hvilke særtrekk og fortrinn fondet kan ha. Investeringsstrategien kjennetegnes ved at det søkes å utnytte fondets lange tidshorisont og tjene på investeringer som gir risikopremier over tid. Videre er det lagt vekt på en bred spredning av investeringene, en ansvarlig investeringspraksis, kostnadseffektivitet, moderate rammer for avvik fra referanseindeksen og en klar styringsstruktur.

Ved Stortingets behandling av Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 ble det lagt opp til at Norges Banks forvaltning av SPU skal vurderes jevnlig. Bakgrunnen er at det er behov for en bred forankring også av den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningen av SPU. Departementet legger vekt på at risikoen som Norges Bank tar i forvaltningen må styres og kommuniseres på en god måte.

I tråd med dette har departementet fått vurdert bankens forvaltning. Departementet har også ønsket å drøfte hvordan fortsatt delegering av forvaltningsoppgaver til Norges Bank kan bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Både Norges Bank og en gruppe som bestod av tre internasjonalt anerkjente eksperter ble derfor bedt om å legge fram slike analyser.

I avsnitt 2.2 drøftes ulike typer forvaltningsaktiviteter som kan bedre forholdet mellom avkastning og risiko sammenliknet med referanseindeksen departementet har fastsatt. En ramme for avvik fra referanseindeksen gir mulighet for bedre spredning av risikoen i fondet og til at en kan forvente bedre forhold mellom avkastning og risiko. Bidragene vil imidlertid variere over tid, og avvik fra indeksen kan også gi negative bidrag til fondets resultater. Banken har hittil oppnådd gode resultater i forvaltningen. Brutto meravkastning tilsvarer nå om lag 90 mrd. kroner utover avkastningen av referanseindeksen. Avvikene fra indeksen har over tid gitt moderate utslag i den absolute risikoen. Departementet legger ikke opp til å endre rammen for avvik fra referanseindeksen nå, uttrykt ved såkalt relativ volatilitet, men vil komme tilbake til dette spørsmålet i meldingen våren 2015.

Markedsbevegelser vil føre til at aksjeandelen i fondet beveger seg bort fra den strategiske vekten på 60 pst. En høyere (eller lavere) aksjeandel vil endre avkastnings- og risikoegenskapene til fondet. Såkalt rebalansering eller tilbakevekting har som formål å gjenopprette den strategiske vekten, og dermed sikre at risikoen i fondet over tid ikke avviker vesentlig fra det som er forankret i valget av fondets langsiktige fordeling på aktivaklasser. Samtidig kan tilbakevekting ha et visst motsyklisk trekk ved at fondet selger aktiva som har steget relativt mye i verdi og kjøper aktiva som har falt i verdi. Reglene for tilbakevekting omtales i avsnitt 2.3. Det legges opp til at relativ volatilitet ved tilbakevekting holdes utenfor rammen for avvik.

I avsnitt 2.4 drøftes avkastning og risiko i olje- og gassaksjer. Det viktigste virkemiddelet for å redusere statens olje- og gasspriserisiko er omplasseringen av formue fra olje og gass på sokkelen til finansielle investeringer i SPU. Departementet har analysert hvorvidt det er grunnlag for å forvente at oljepriserisikoen kan reduseres ytterligere ved å endre sammensetningen av investeringene i SPU. Det er ikke lagt opp til endringer i referanseindeksen på bakgrunn av disse analysene.

Departementet legger vekt på at Statens pensjonsfond skal forvaltes på en ansvarlig måte. Det er høstet bred erfaring fra dette arbeidet de siste ti årene, og strategien for ansvarlig investeringspraksis er blitt utviklet over tid. De etiske retningslinjene ble innført i 2004. Retningslinjene ble evaluert i 2009. I 2010 ble det fastsatt et nytt mandat for Norges Banks arbeid med ansvarlig investeringspraksis og nye retningslinjer for å observere og utelukke selskaper som fondet kan investeres i.

Departementet har som ambisjon at alle deler av forvaltningen av Statens pensjonsfond skal være i tråd med ledende praksis internasjonalt. I januar 2013 ba derfor departementet Strategirådet for SPU om å vurdere hvordan de samlede ressursene og kompetansen i Finansdepartementet, Etikkrådet og Norges Bank best kan utnyttes for å styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis i SPU.

Strategirådets rapport ble lagt fram i november 2013 og har vært på offentlig høring. I avsnitt 2.5 gjøres det nærmere rede for Strategirådets anbefalinger, mottatte høringsinnspill og departementets oppfølging. I meldingen varsles det flere endringer som etter departementets vurdering vil styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis. Blant annet vil virkemidlene i arbeidet med ansvarlige investeringer samles i Norges Bank.

I avsnitt 2.6 i denne meldingen er det en omtale av oppfølgingen av formuleringene i Sundvolden-plattformen, der det står at:

«Regjeringen vil opprette et investeringsprogram innen SPU, med samme krav til forvaltning som andre investeringer i SPU, med formål å investere i bærekraftige bedrifter og prosjekter i fattige land og framvoksende markeder. Regjeringen vil i tillegg vurdere opprettelse av et eget mandat innen fornybar energi med de samme krav til forvaltning som andre investeringer i SPU.»

Departementet legger i meldingen blant annet opp til at mandatet som er gitt til Norges Bank, endres slik at investeringene i fornybar energi øker.

Tidligere vurderinger har konkludert med at eierskapsutøvelse og påvirkning overfor kull- og petroleumsselskaper vil være en mer effektiv strategi for å håndtere klimaspørsmål og skape endringer enn å utelate selskaper fra fondet. Meldingen gjør rede for oppfølgingen av Stortingets anmodning om å sette ned en ekspertgruppe for å se på om disse vurderingene fortsatt står seg og om arbeidet med å belyse klimaendringenes betydning for SPU mer generelt.

En bredt forankret strategi og åpenhet om forvaltningen

En bred forankring av hovedprinsippene for forvaltningen av Statens pensjonsfond er et viktig bidrag til at vi kan stå fast ved den langsiktige strategien, selv når det er uro i markedene. En langsiktig og god forvaltning er en forutsetning for at inntektene fra petroleumsressursene skal komme både dagens og kommende generasjoner til gode.

Departementet legger vekt på at risikoen som tas i forvaltningen av fondet må styres, kontrolleres og kommuniseres på en klar og god måte. Samtidig viser erfaringene at det er krevende å avdekke alle former for risiko i forkant. I avsnitt 4.4 er det gjort rede for kontrollberegninger av avkastningstall og uavhengige vurderinger av rammeverk og prosesser for styring og kontroll av risiko.

Åpenhet er en forutsetning for at det skal være bred tillit til 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.

Sammen med den løpende rapporteringen fra Norges Bank og Folketrygdfondet er denne meldingen ment å bidra til åpenhet og bred debatt om forvaltningen av fondet.

2 Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland

2.1 Bakgrunnen for investeringsstrategien

2.1.1 Formål og særpreg

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Den operative forvaltningen av de to delene av Statens pensjonsfond ivaretas av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet og skjer innenfor mandater fastsatt av Finansdepartementet. Mandatene definerer fondenes langsiktige investeringsstrategi. I dette kapittelet drøftes investeringsstrategien for SPU. Investeringsstrategien for SPN drøftes i kapittel 3.

Formålet med SPU er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter. Dette følger av Lov om Statens pensjonsfond. En langsiktig og god forvaltning av Statens pensjonsfond bidrar til å sikre at petroleumsformuen kan komme alle generasjoner til gode.

Statens inntekter fra petroleumsvirksomheten overføres til SPU. Det gir en omplassering av formue som går ganske raskt. I år 2000 utgjorde verdien av de forventede framtidige inntektene fra petroleumssektoren i underkant av fire ganger verdiskapingen i fastlandsøkonomien. I 2030 forventes den å utgjøre om lag 50 pst. av fastlands-BNP. I samme periode økte SPU som andel av fastlandsøkonomien fra om lag 30 pst. til om lag 240 pst.

Målet for investeringene i SPU er over tid å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen med et moderat nivå på risiko. I mandatet til Norges Bank angis blant annet en ramme for bankens avvik fra referanseindeksen satt av departementet. Referanseindeksen er en detaljert beskrivelse av hvordan fondet i utgangspunktet, ned på andeler i enkeltelskaper og obligasjoner. Fondets samlede risiko er i hovedsak gitt av de strategiske andelene for aksjer, obligasjoner og eiendom i fondets referanseindeks.

Innenfor rollen som finansiell investor skal fondet følge en ansvarlig investeringspraksis som

fremmer god selskapstyring og tar hensyn til miljø- og samfunnsmessige forhold. Departementet har fastsatt etiske kriterier for å utelukke selskaper basert på deres virksomhet. Kriteriene er basert på en bred gjennomgang av overlappende konsensus i den norske befolkning og anerkjente internasjonale standarder.

Ved å spre investeringene i fondet på aksjer, obligasjoner og eiendom i global portefølje, får fondet løpende inntekter i form av utbytte fra selskaper, rentebetalinger fra obligasjonsutstedere og leieinntekter fra eiendommer. Ved å eie en andel av verdens selskaper kan fondet over tid høste en avkastning som ligger nær den samlede avkastningen i verdens kapitalmarkeder.

Fondets utgifter er overføringer til statsbudsjettet for å dekke det oljekorrigerte budsjettunderskuddet. Uttaket fra fondet er bestemt av retningslinjene for finanspolitikken – handlingsregelen – om at bruken av oljeinntekter over tid skal svare til forventet realavkastning av fondet, anslått til 4 pst.

Med en ansvarlig finanspolitikk og utsikter til fortsatt tilførsel av petroleumsinntekter ligger det an til at fondet vil fortsette å vokse. Fondet har en svært lang tidshorisont. Særtrekkene har betydning for investeringsstrategien. Mange andre fond kan risikere at svingninger i avkastningen fører til at eier fortar store uttak, men det er lite trolig at det vil skje med Statens pensjonsfond. Dette gir fondet en høy risikobærende evne. Evnen til å tolerere til dels store svingninger i fondets verdi på kort og mellomlang sikt gjør det mulig å holde fast ved en investeringsstrategi som gir en høyere forventet avkastning over tid.

Forvaltningen av petroleumsinntektene og SPU er kjennetegnet av en høy grad av åpenhet. Dette er en forutsetning for bred oppslutning om fondskonstruksjonen og en god forvaltning på lang sikt.

Regjeringens ambisjon er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. En slik ambisjon innebærer at en skal identifisere ledende praksis internasjonalt i alle deler av forvaltningen og strekke seg mot dette.

Boks 2.1 Antakelser om markedenes virkemåte

Velfungerende markeder

Investeringsstrategien for SPU bygger på at finansmarkedene i stor grad er velfungerende (effisiente) i den betydning at ny, offentlig tilgjengelig informasjon raskt gjenspeiles i prisene på finansielle eiendeler.

Risikopremier

Risikoen ved utviklingen i det samlede aksjemarkedet blir gjerne omtalt som markedsrisiko. Investorer som er villig til å akseptere markedsrisiko forventer å få betalt i form av høyere avkastning enn ved mer sikre plasseringer. Den forventede meravkastningen kalles aksjemarkedets risikopremie. Markedets risikopremie er den mest sentrale risikopremien for aksjer.

Over tid er det avdekket flere avkastningsmønstre i aksjer. Forskning viser at flere ulike egenskaper ved aksjer ser ut til å påvirke deres verdiutvikling over tid. Det er vanlig å se på egenskaper som *verdi*, *størrelse*, *momentum*, *likviditet* og *volatilitet*. Disse egenskapene har vist seg å bidra til å forklare historisk avkastning i et bredt sett av aksjer og kalles derfor gjerne systematiske risikofaktorer. Se diskusjon i Meld. St. 27 (2012–2013) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012.

Stordriftsfordeler

Fondets størrelse forventes å gi stordriftsfordeler i forvaltningen. Alt annet likt vil forvalt-

ningskostnadene 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 kan det være vanskelig å skalere opp posisjoner i mindre aktivklasser og i enkelte investeringsstrategier. Konsekvensen er at enkelte strategier ikke er mulig for fondet. Det kan også være mer krevende for et stort fond å endre i løpet av kort tid.

Prinsipal-agent-problemer

Det er ikke alltid fullt interessesammenfall mellom oppdragsgiver (prinsipalen) og den som skal utføre oppdraget (agenten). I situasjoner med ulik eller såkalt asymmetrisk informasjon kan agenten ta valg som ikke nødvendigvis tjener oppdragsgiver. I kapitalmarkedene vil prinsipal-agent-problemer generelt kunne oppstå både mellom kapitaleier og kapitalforvalter og mellom kapitalforvalter og ledelsen i selskapene en investerer i. En eierskapsutøvelse i tråd med uttrykte prinsipper for god selskapsstyring kan bidra til å redusere prinsipal-agent-problemer ved at selskapet og dets eiere i større grad får sammenfallende interesser.

2.1.2 Hovedtrekk ved investeringsstrategien

Utgangspunktet for arbeidet med investeringsstrategien for SPU er å søke høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen i fondet med et moderat nivå på risiko. Strategien er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt og er avledet av formålet med fondet, fondets særpreg og forvalters fortrinn, og antakelser om finansmarkedenes virkemåte. Hovedtrekkene i investeringsstrategien er nærmere omtalt nedenfor. Noen viktige antakelser om markedenes virkemåte er omtalt i boks 2.1.

Den langsiktige investeringsstrategien for SPU angir en fast aksjeandel på 60 pst. Andelen obligasjoner kan være ned mot 35 pst. og andelen i eiendom inntil 5 pst. Denne fordelingen gjenspeiles i fondets strategiske referanseindeks som er en del av forvaltningsmandatet fra departementet til Norges Bank. Mandatet er tilgjengelig på departementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

Investeringsstrategien bygger på at en må ta risiko for over tid å oppnå en tilfredsstillende forventet avkastning. Denne forventede meravkastningen kalles en *risikopremie*. For eksempel er

aksjer mer risikable enn obligasjoner. Investorer vil kreve å få betalt for dette i form av en høyere forventet avkastning ved aksjeinvesteringer. Størrelsen på denne forventede meravkastningen, eller aksjepremien, er usikker, og den realiserede meravkastningen varierer over tid.

Valget av aksjeandel er det valget som i størst grad bestemmer fondets samlede risiko. Andre risikopremier er blant annet knyttet til obligasjoners løpetid (terminpremie) og til risikoen for at lånetaker ikke innfrir sine forpliktelser (kredittrisiko). Operasjonell risiko er en annen type risiko; for tap som følger av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil eller eksterne hendelser. Operasjonell risiko må avveies mot investeringsrisiko innenfor de rammer som er satt for dette i mandatet og i Norges Bank.

Ved å *spre investeringene* i en portefølje av investeringer kan den samlede risikoen bli lavere enn risikoen i hver enkelt investering. Fondets investeringer er over tid blitt spredt på flere aktivaklasser, og fondet er nå investert i både aksjer, obligasjoner og eiendom. Fondets investeringer i aksjer og obligasjoner er videre spredt på markeder i mange land. I hvert marked er investeringene igjen fordelt på en rekke enkeltelskaper og utstedere.

Investeringene i SPU er *langsiktige*. Aksjeplasseringene ventes å gi vesentlige bidrag til avkastningen over tid. Samtidig fører de til større svingninger i resultatene. Fondet har høy risikobærende evne til å kunne holde fast ved en langsiktig strategi selv om avkastningen varierer betydelig fra år til år. SPU utnytter dessuten langsiktigheten ved å investere i aktiva som forventes å gi meravkastning fordi de i korte eller lengre perioder kan være mindre omsettelige.

Fondet skal følge en *ansvarlig investeringspraksis*. Det antas at en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, samt velfungerende, legitime og effektive markeder, støtter opp under fondets resultater på sikt. Det er blitt lagt vekt på at virkemidlene som er til rådighet for ansvarlig investeringspraksis må benyttes på en samordnet, forutsigbar og konsistent måte. Fondets rolle som ansvarlig investor er nærmere omtalt i avsnittene 2.5 og 4.5.

I mandatet som er gitt Norges Bank heter det at banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter *kostnader*. Det er i tråd med ønsket om å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. 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.

Mandatet for SPU inneholder rammer for forvaltningen i form av referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Risikoen i fondet er i hovedsak gitt av utviklingen i disse referanseindeksene over tid. Størstedelen av variasjonene i avkastningen til fondet er dermed gitt av den generelle markedsutviklingen. Samtidig er det i mandatet til Norges Bank også fastsatt rammer for et moderat *avvik fra referanseindeksene*. Se avsnitt 2.2 for en gjennomgang av Norges Banks forvaltning av SPU.

Forvaltningen av SPU tar utgangspunkt i en *klar styringsstruktur*, der Stortinget, Finansdepartementet, Norges Banks hovedstyre og interne og eksterne forvaltere har ulike roller og ansvar. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i systemet, mens rapportering av resultater og risiko går oppover, jf. kapittel 5.

2.2 Gjennomgang av Norges Banks forvaltning

2.2.1 Innledning

Departementet varslet i Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 at det legges opp til regelmessige vurderinger av Norges Banks forvaltning av SPU. Det ble i meldingen lagt vekt på at anslagene på framtidig avkastning som følge av bankens aktive avvik fra referanseindeksen er usikre. Videre ble det pekt på at omfanget av beslutninger om å avvike fra referanseindeksen over tid må vurderes på bakgrunn av oppnådde resultater. En forutsetning for å videreføre rammer som åpner for at Norges Bank kan avvike fra referanseindeksen, er regelmessige og brede vurderinger av bankens forvaltning. Det ble sagt at konklusjonen kan bli at rammene for avvik fra referanseindeksen kan justeres opp eller ned. Det ble presisert at det var viktig å vurdere om brutto meravkastning fortsatt synes representativt for verdiskapingen i Norges Banks forvaltning. Det ble også nevnt at andre forhold som bør belyses er hvorvidt Norges Bank utnytter potensielle vekselvirkninger mellom eierskapsutøvelsen og gjennomføringen av investeringsvirksomheten.

Departementet har i tråd med dette fått vurdert bankens forvaltning av SPU, jf. omtale i Nasjonalbudsjettet 2014. Formålet er å drøfte hvordan fortsatt delegering av forvaltningsoppgaver ved bruk av rammer for avvik fra Finansdepartementets referanseindeks kan forventes å bedre forholdet mellom avkastning og risiko. En

vurdering av de resultater som er oppnådd så langt i fondets historie, er en naturlig del av dette.

Departementet har bedt Norges Bank legge fram egne analyser og vurderinger av gjennomføringen av forvaltningen av SPU, samt se på om dagens rammer for forvaltningen er hensiktsmessig utformet og tilpasset de forvaltningsstrategiene som brukes i forvaltningen.

Videre har departementet bedt en gruppe bestående av tre internasjonalt anerkjente eksperter (professor Andrew Ang ved Columbia Business School, professor Michael Brandt ved Fuqua School of Business, Duke University, og David Denison, tidligere leder av det kanadiske pensjonsfondet CPPIB) analysere resultatene i Norges Banks forvaltning. Gruppen har også vurdert hvordan fortsatt delegering av forvaltningsoppgaver til banken kan forventes å bedre forholdet mellom avkastning og risiko utover det som følger av referanseindeksen fastsatt av departementet.

I avsnitt 4.4 i denne meldingen er det gjort nærmere rede for en uavhengig gjennomgang Norges Banks representantskap har gjennomført med bistand fra bankens revisor av rammeverket for styring og kontroll av risiko ved bankens aktive forvaltning.

2.2.2 Bakgrunn

Erfaringen er at det er behov for en bred forankring også av den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningen av SPU. Departementet legger vekt på at risikoen som banken tar i forvaltningen, må styres og kommuniseres på en klar og god måte.

Norges Banks forvaltning av SPU ble sist vurdert i 2009. Det ble da lagt fram analyser og vurderinger fra professorene Andrew Ang, William Goetzmann og Stephen Schaefer. Analysene viste at svingningene i fondets avkastning nesten fullt ut kunne forklares av svingningene i referanseindeksens avkastning, men at Norges Banks forvaltning likevel hadde bidratt til å bedre fondets resultater. De viste også at en betydelig andel av resultatene som banken hadde oppnådd for fondet totalt, i ettertid kunne forklares av eksponering mot såkalte systematiske risikofaktorer. Systematiske risikofaktorer er en samlebetegnelse på ulike avkastningsmønstre i aksje- eller obligasjonsporteføljen. Et eksempel på en slik faktor er «verdi», som viser til at selskaper med lav verdsettelse over tid har hatt høyere avkastning enn selskaper med høy verdsettelse.

I Meld. St. 10 (2009–2010) pekte departementet på flere forhold som tilsier at det er behov for en viss ramme for avvik fra referanseindeksen, herunder at Norges Bank bør ha frihet til å utnytte svakheter ved referanseindeksen og at særtrekkene ved fondet gir et potensial for meravkastning over tid. Et flertall i finanskomiteen sluttet seg til disse vurderingene, jf. Innst. 373 S (2009–2010).

Departementet besluttet i Meld. St. 10 (2009–2010) å endre rammen for tillatte avvik fra referanseindeksen, såkalt forventet relativ volatilitet. Den øvre tillatte grensen på 1,5 pst. i mandatet ble endret slik at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke skal overstige 1 pst. Det ble åpnet for at den forventede relative volatiliteten i helt spesielle situasjoner kan være høyere enn rammen på 1 pst. Beregningen av relativ volatilitet ble også lagt om slik at endringer i forventet relativ volatilitet i større grad skulle være et resultat av endringer i bankens aktive posisjoner, og i mindre grad et resultat av om markedene generelt er inne i en periode med store eller små avkastningsvariasjoner. I utgangspunktet kunne disse endringene redusere behovet for å holde god avstand til den øvre rammen. I meldingen ble det vist til at når den øvre grensen for relativ volatilitet ble gjort mindre absolutt, var det også naturlig med en lavere ramme for forventet relativ volatilitet. Det ble videre påpekt at det som er avgjørende for omfanget av aktiv forvaltning er hvordan en samlet sett avgrensner risikoen i den aktive forvaltningen. Det var derfor en viktig endring at departementet stilte krav til at hovedstyret i Norges Bank skulle fastsette flere supplerende risikomål utover forventet relativ volatilitet, herunder rammer for sammenfall mellom fondets faktiske portefølje og referanseindeksen, kredittrisiko, likviditetsrisiko, motpartseksponering, gjeldsfinansiering mv. Endringene innebar blant annet at banken ikke kunne bruke belåning til å øke risikoen i fondet på samme måte som før. Disse endringene i måten risikoen i fondet ble rammet inn på baserte seg blant annet på rammer som banken allerede hadde fastsatt i sitt interne regelverk, jf. Meld. St. 10 (2009–2010).

I Meld. St. 10 (2009–2010) ble det også gjort rede for en rekke tiltak som var gjennomført for å styrke kontrollen og tilsynet med forvaltningen av SPU. Tilsynsfunksjonen til Norges Banks representantskap ble styrket. Det ble innført ny revisjonsordning for Norges Bank og fastsatt ny forskrift om risikostyring og internkontroll i banken, samt ny forskrift om årsregnskap m.m. Departe-

mentet ga også et nytt mandat for forvaltningen av SPU. Et flertall i finanskomiteen pekte i forbindelse med Stortingets behandling av Meld. St. 10 (2009–2010) på at endringene som er gjort i mandatet til Norges Bank og tiltakene for å styrke tilsynet og kontrollen med forvaltningen, er målrettede tiltak for å avgrense risikoen i den aktive forvaltningen.

Med bakgrunn i evalueringen i 2009 og anbefalingene fra blant annet professorene Ang, Goetzmann og Schaefer har departementet de senere årene analysert og vurdert ulike sider ved strategien for fondet. Det er blant annet blitt vurdert om fondet kan bedre forholdet mellom avkastning og risiko gjennom å vri sammensetningen av aksjeporteføljen mot ulike systematiske risikofaktorer og hvilke beslutninger som bør delegeres til forvalter.

Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011 drøftet endringene i referanseindeksen for obligasjoner som ble påbegynt i 2012. Departementet viste til at bruk av markedsvekter innebærer at land med mest gjeld får størst vekt i referanseindeksen. Vurderingen var at størrelsen på landenes økonomi, målt ved brutto nasjonalproduktet (BNP), framstår som et bedre mål på staters betalingsevne. Obligasjonsindeksen ble derfor endret slik at ulike lands statsobligasjoner ble vektet ut fra landenes BNP. Samtidig ble det pekt på at størrelsen på et lands økonomi ikke er et presist mål på evnen eller viljen til å betale tilbake statsobligasjonslån. Departementet konkluderte med at det skal stilles krav i mandatet til Norges Bank om at forvaltningen av statsobligasjoner skal ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke. Siden den statsfinansielle styrken ikke kan måles presist, kan slike tilpasninger best gjøres av Norges Bank.

Videre ble det i fjorårets melding gjort rede for en analyse utført av analyseselskapet og indeksleverandøren MSCI på oppdrag fra departementet. Denne analysen så på virkningene av å vri sammensetningen av store aksjeporteføljer i retning av ulike systematiske risikofaktorer som verdi, størrelse, momentum, likviditet og lav volatilitet ved hjelp av enkle, regelbaserte strategier, jf. Meld. St. 27 (2012–2013) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012. Departementet konkluderte med at i den grad systematiske risikofaktorer skal utnyttes i forvaltningen, bør det gjøres innenfor Norges Banks rammer for forvaltningen. Departementet pekte på at banken kan utforme faktorstrategier som bygger på fondets egenskaper og fortrinn, herunder fondets langsiktighet og størrelse, og at utformingen av slike strategier vil

være en viktig del av bankens forvaltningsoppdrag. Ved behandlingen av meldingen sluttet en enstemmig finanskomité seg til at denne typen beslutninger bør delegeres til Norges Bank, jf. Innst. 424 S (2012–2013):

«Komiteen merker seg Finansdepartementets vurderinger av systematiske risikofaktorer i aksjeporteføljen. Departementet slår fast at «en vridning mot systematiske risikofaktorer i aksjeporteføljen best gjøres som en del av den operative forvaltningen, snarere enn gjennom endring i fondets referanseindeks». Komiteen slutter seg til departementets vurdering og merker seg at Norges Bank har valgt å innføre en operativ referanseportefølje for aksjer som blant annet innebærer en viss vridning mot risikofaktorene verdi og størrelse.»

Departementet har for øvrig i tidligere meldinger pekt på at indekser fra ledende indeksleverandører er mer tilpasset gjennomsnittsinvestoren enn en investor med SPUs særtrekk, som langsiktig tidshorisont og små likviditetsbehov, jf. boks 2.2. Som departementet pekte på i Meld. St. 10 (2009–2010) er det behov for en viss ramme for avvik fra referanseindeksen som er fastsatt av Finansdepartementet for å gi Norges Bank mulighet til å utnytte disse svakhetene og sikre en kostnadseffektiv tilpasning til indeksen. Det har vært bred politisk enighet om disse vurderingene, jf. overfor.

2.2.3 Norges Banks analyser og vurderinger

Norges Bank har i brev 13. desember 2013 oversendt fire rapporter der banken gjør rede for resultater og risiko i forvaltningen av SPU, erfaringer med eiendomsinvesteringene, erfaringer med de miljørelaterte mandatene og en evaluering av strategiplanen for perioden 2011–2013. Videre har Norges Bank i brev 31. januar 2014 gitt råd om rammeverket for forvaltningen av SPU framover. Brevene fra Norges Bank følger som vedlegg 3 og 4 til denne meldingen. I brev 12. mars 2014 la Norges Bank fram oppdaterte rapporter basert på endelige resultater for 2013. Brevet og de fire rapportene er offentliggjort på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf).

Resultater og risiko i forvaltningen

Banken har analysert avkastning og risiko i perioden fra januar 1998 til desember 2013, med hoved-

Boks 2.2 Svakheter ved indekser

Finansdepartementet har i tidligere meldinger til Stortinget gjort rede for at indekser fra ledende indeksleverandører som FTSE, MSCI, Barclays mv. generelt har en rekke svakheter som følge av måten indeksene er satt sammen på, jf. Meld. St. 10 (2009–2010) og Meld. St. 17 (2011–2012). Indekser er laget ut fra at de skal tilfredsstillende en rekke krav, blant annet representere investeringsmulighetene i et bestemt marked sett fra ståstedet til en gjennomsnittlig eller typisk investor. Dette innebærer at indeksen må lages slik at den sikrer bred risikospredning, men også slik at den inkluderer verdipapirer som er omsettelige slik at indeksen er investerbar eller kan replikeres. Det er derfor utarbeidet et omfattende regelsett med kriterier for hvilke aksjer eller obligasjoner som skal inkluderes i indeksene. Indeksleverandørene har delvis valgt ulike kriterier. Det fører for eksempel til at aksjeindekser for samme region ikke nødvendigvis inneholder de samme aksjene med samme vektning mellom aksjene. Det kan også være ulikheter i hvilke land eller markeder som inngår i indeksene.¹

For en investor med SPUs særtrekk kan det være hensiktsmessig å avvike fra en slavisk tilpasning til indeksen for å sikre en effektiv gjennomføring av forvaltningen. Eksempler på slike avvik er:

- Akademiske studier viser at prisene på verdipapirer påvirkes av store transaksjoner. For eksempel er det en tendens til at aksjer som tas inn i indeks, stiger i pris den dagen de inkluderes fordi mange store aktører kjøper aksjen samtidig. For SPU taler dette for at det vil være kostnader forbundet med å følge referanseindeksen slavisk. Disse kan unngås ved å avvike fra vektningen i indeksen. Videre kan det være hensiktsmessig for fondet å beholde kredittobligasjoner som blir nedgradert, framfor å selge obligasjoner automatisk når de faller ut av referanseindeksen. På samme måte kan det være hensiktsmessig ikke å kjøpe oppgraderte papirer.

- Det er ikke alltid mulig, eller ønskelig, å eie alle verdipapirene som inngår i referanseindeksen for obligasjoner. Fondet er stort og omsetteligheten i enkeltpapirer vil kunne variere over tid. Norges Bank kan derfor velge å sette sammen en portefølje som har tilnærmet like egenskaper som referanseindeksen, framfor å kjøpe alle verdipapirene som inngår i indeksen.
- Det tas ikke hensyn til obligasjonsutsteders eventuelle andre lån i sammenvektingen av referanseindekser. Det betyr at vekten i en indeks ikke nødvendigvis er representativ for utsteders samlede gjeld. En passiv forvalter vil i prinsippet måtte akseptere vektingen i indeksen. En forvalter som kan avvike fra indeksen, kan la være å investere i utsteders obligasjoner, eller investere mindre enn det indeksvekten tilsier, ut fra en vurdering av utsteders samlede gjeld.
- Ved tilbakevektning av aksjeandelen er det operasjonelt enkelt å omsette hele porteføljer av aksjer gjennom såkalte programhandler. I obligasjonsporteføljen må en derimot i større grad selge og kjøpe enkeltpapirer som følge av at mange rentepapirer er lite omsettelige. Det kan derfor oppstå større avvik fra referanseporteføljen for obligasjoner enn for aksjer som følge av tilbakevektning.
- En forvalter som følger indeksen slavisk har for eksempel høye transaksjonskostnader når obligasjonsindeksen endres ofte. Videre må en forvalter som ikke kan avvike fra indeksen, i prinsippet selge en obligasjon når det er mindre enn ett år igjen til obligasjonen skal innfris.

¹ Som en illustrasjon har Ang, Brandt og Denison i sin rapport beregnet at forskjellen mellom en global indeks fra indeksleverandørene FTFS og MSCI kan utgjøre rundt 0,5 prosentenheter i relativ volatilitet selv om begge indekser har som mål å fange utviklingen i verdens aksjemarked.

vekt på de siste fem årene. Analysene viser at fondets gjennomsnittlige årlige nominelle avkastning i denne perioden har vært 5,70 pst., hvorav oppnådd meravkastning utgjør 0,31 prosentenheter. De siste fem årene er fondets gjennomsnittlige nominelle avkastning 12,04 pst., mens oppnådd

meravkastning er 1,16 prosentenheter. Tallene er ikke justert for forvaltningskostnader. Banken viser til at forvaltningen har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko sammenliknet med referanseindeksen. Analysene viser at den oppnådde meravkastningen i noen grad samvarie-

rer med avkastningen på ulike systematiske risikofaktorer, eksempelvis volatilitet og kreditt. For hele perioden sett under ett, forklarer de systematiske faktorene i ettertid 37 pst. av svingningene i den oppnådde meravkastningen. Banken mener det er vanskelig å trekke noen klare konklusjoner fra disse analysene fordi samvariasjonen varierer mye over tid.

Norges Bank har også vurdert om brutto meravkastning fortsatt er et godt uttrykk for resultatene av bankens aktive avvik fra referanseindeksen, dvs. om det gir et dekkende bilde av meravkastningen i forhold til en tenkt forvaltning der en følger indeksen slavisk, etter at alle kostnader er trukket fra. Denne avkastningsforskjellen kan betegnes *netto verdiskaping*. Det vanligste målet er likevel differansen mellom fondets brutto avkastning (avkastning før forvaltningskostnader) og referanseindeksens avkastning. Dette kan betegnes brutto meravkastning. Mens brutto meravkastning følger av fondets årsrapporter, må netto verdiskaping anslås, ettersom en da sammenlikner faktisk avkastning med en tenkt indeksforvaltning. For å anslå netto verdiskaping må en blant annet ta hensyn til at det i den faktiske porteføljen påløper transaksjonskostnader ved innfasing av ny kapital og tilpasninger til endringer i referanseindeksen, at fondet har inntekter ved utlån av verdipapirer og at forvaltningskostnader generelt er lavere ved indeksforvaltning. Ettersom anslag på inntekter og kostnader ved indeksforvaltning er basert på betydelige elementer av skjønn, vil den beregnede netto verdiskapingen også være forbundet med usikkerhet. Norges Banks beregninger understøtter at brutto meravkastning fortsatt synes å være en robust tilnærming til å måle verdiskaping i forvaltningen.

Erfaringer med forvaltning av eiendomsporteføljen

Banken viser til at departementet i 2010 besluttet at inntil 5 pst. av SPU skal investeres i eiendom. I 2011 gjennomførte banken de første unoterte eiendomsinvesteringene, og ved utgangen av 2013 utgjorde eiendomsinvesteringene 1,0 pst. av fondets samlede investeringer som tilsvarte 52 mrd. kroner. Siden oppstart av eiendomsinvesteringene i 2011 og fram til utgangen av 2013 er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning på 4,6 pst., målt som tidsvektet avkastning. I rapporten fra Norges Bank gis det en omfattende oversikt over investeringene og bankens organisering av virksomheten, inkludert styringsmodell og selskapsstrukturer. Banken peker i rapporten på at

investeringer i unotert eiendom skiller seg vesentlig fra investeringer i noterte aksjer og obligasjoner. Bankens strategi i den innledende fasen var å investere i eiendommer i kjernemarkedene, først i Europa og senere i USA. Banken har lagt vekt på å investere sammen med lokale partnere gjennom såkalte «joint ventures». Det vises til at partnerne har lokal markedskunnskap og at de i dag står for driften av eiendommene. Internt i Norges Bank er det lagt vekt på at investeringsbeslutninger tas innenfor en struktur med delegering av fullmakter. Videre har banken lagt vekt på å etablere en investeringsorganisasjon for eiendom som ligner på organiseringen i de øvrige delene av forvaltningen, framfor å etablere en organisasjon som følger opp eksterne forvaltningsmandater. Alle fondets investeringer i unotert eiendom er gjennomført ved å benytte datterselskaper av Norges Bank. Banken har lagt vekt på å bruke god tid på innfasingen av eiendom i fondet og mener gjennomføringen har vært preget av en forsvarlig oppbygging av ressurser, systemer og rammeverk.

Erfaringer med de miljørelaterte mandatene

Norges Bank viser i sitt brev 13. desember 2013 til at departementet besluttet å opprette et særskilt program for miljørelaterte mandater i forbindelse med evalueringen av de etiske retningslinjene i 2008–2009. Banken har siden 2009 tildelt interne og eksterne forvaltningsmandater som er særlig rettet mot miljørelaterte investeringer. Disse investeringene gjennomføres med samme krav til lønnsomhet som fondets øvrige investeringer. I rapporten fra Norges Bank pekes det på at banken så langt har valgt å konsentrere investeringene til aksjer i børsnoterte selskaper. Det pekes på at investeringsuniverset for denne typen mandater er uoversiktlig, og at miljørelaterte selskaper kan finnes i en rekke næringer som hver for seg kan ha svært forskjellige egenskaper. Banken peker på at det derfor er en rekke avgrensingsproblemer for slike investeringer. Risikoen i denne delen av markedet er ifølge Norges Bank særlig forbundet med rask teknologiutvikling, raskt tilsig av nye markedsaktører og uforutsigbare rammevilkår. Perioden siden etableringen av de miljørelaterte mandatene har falt sammen med en global finanskrisen. Banken viser til at krisen bidro til å øke svingningene i denne delen av markedet og påvirket investorenes risikoappetitt i negativ retning. Norges Bank peker på at markedssegmentet er relativt lite, men mener at banken kan håndtere det nåværende omfanget av investeringer i miljørelaterte mandater. Det opply-

ses at fondets miljørelaterte mandater har hatt en samlet avkastning på 13 pst. i perioden 2009–2013, mens de brede aksjemarkedene målt ved fondets referanseindeks for aksjer har hatt en avkastning på 54,1 pst. i samme periode. Bankens vurdering er at miljørelaterte investeringer egner seg godt for aktiv forvaltning, men at de ikke har bidratt til den gode avkastningen for fondet i perioden 2009–2013.

Evaluering av strategiplanen for 2011–2013

Norges Bank viser til at strategiplanen for perioden 2011–2013 ble vedtatt av hovedstyret 15. desember 2010 og oversendt departementet til orientering, i tråd med kravene i mandatet. Hovedmålene i perioden var å gjennomføre en investeringsstrategi som bygger på fondets særtrekk, forenkle organisasjonsmessig og teknologisk infrastruktur og styrke investeringskulturen i banken. Bankens rapport viser at organisasjonen er endret slik at mer oppmerksomhet er rettet mot høy avkastning på lang sikt. Videre har Norges Bank forenklet porteføljestrukturen og teknologisk infrastruktur, samt redusert antall eksterne tjenesteleverandører. Dette har ifølge Norges Bank resultert i lavere kostnader i forvaltningen. Banken har også styrket sin investeringskultur gjennom bedre og mer konsentrert investeringsanalyse. Den offentlige rapporteringen om forvaltningen av fondet er også styrket.

Samspill mellom eierskapsutøvelsen og aktiv forvaltning

Norges Bank viser til at den benytter en rekke virkemidler i sin ansvarlige investeringspraksis. Den fremmer internasjonale prinsipper og standarder, uttrykker forventninger som eier og utøver eierskap gjennom stemmegivning og selskapskontakt. Hensyn til selskapsstyring og til miljømessige og samfunnsmessige forhold integreres i investeringsprosessen og i risikostyringen. Banken peker på at dette kan føre til tilpasninger i porteføljen, som beslutninger om nedsalg eller om ikke å kjøpe enkelte verdipapirer. Banken mener det er vekselvirkninger mellom de ulike virkemidlene og investeringsvirksomheten for øvrig.

I eierskapsutøvelsen analyseres og utvikles kunnskap om forhold som kan være av betydning for langsiktig avkastning i selskaper. Det pekes på at selskapsstyring og miljømessige og sosiale forhold kan få en innvirkning på investeringenes avkastning og risiko. Banken mener at antatt nytte

ved nedsalg i selskaper bør veies opp mot interessen av å være investert i et stort antall selskaper. Det vises til at betydelige nedsalg kan påføre fondet kostnader i form av lavere grad av risikospredning.

Banken peker videre på at kunnskap som bygges opp som basis for investeringsbeslutninger, kan komme eierskapsutøvelsen til gode. Gjennom investeringsvirksomheten møter Norges Bank regelmessig representanter for selskapene fondet er investert i. Banken peker på at dette legger grunnlaget for en god dialog om eierskapstemaer. Videre får banken gjennom investeringsvirksomheten innsikt i mange av selskapene fondet er investert i. Denne kunnskapen bidrar til å sikre at eierskapsutøvelsen er relevant og fundert på en helhetlig forståelse av enkeltelskaper og temaer. Dette kan ifølge banken bedre mulighetene for positive resultater av eierskapsutøvelsen.

I prioriteringen av eierskapsarbeidet tar banken hensyn til fondets sammensetning. Bankens erfaring er at det er spesielt viktig å se eierskapsutøvelse og investeringsbeslutninger i sammenheng i selskaper der fondet er en betydelig eier. Banken tar også hensyn til hvorvidt et forhold kan sies å være materielt på selskapsnivå, og om det kan ha betydning for verdsettelsen av selskapet. Banken mener dialogen med selskapene blir mer konsistent når eierskapsutøvelsen ses i sammenheng med investeringsbeslutninger.

Råd om rammeverket

I brev 31. januar 2014 har Norges Bank gitt råd om rammeverket for SPU, herunder rammen for avvik fra referanseindeksen fastsatt av departementet. Norges Bank foreslår flere justeringer i mandatet for SPU, herunder at banken bør gis noe større handlingsrom i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget ved at ansvaret for å fastsette detaljerte bestemmelser i større grad delegeres til banken. Blant annet mener banken at krav til å vurdere kredittrisiko i obligasjonsporteføljen og til å fastsette hensiktsmessige rammer for denne typen risiko bør være Norges Banks ansvar. Videre foreslår banken en rekke forenklinger og en ny struktur på mandatet. Banken peker på at risikostyringsmålet forventet relativ volatilitet har flere svakheter som styringsparameter for risikotakingen i den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningen. Banken mener at det på sikt bør vurderes om forvaltningen av fondet i stedet bør baseres på et mål på absolutt risiko. Dersom risikomålet for forvaltningen av fondet fortsatt skal baseres på en ramme for forventet relativ

volatilitet, mener banken at denne bør økes fra dagens ramme på 1 pst. til 2 pst.

Norges Bank viser til at flere bestemmelser i bankens investeringsmandat er blitt endret de siste årene i en retning som tilsier at det kan være behov for en økt ramme for avvik fra referanseindeksen. De mest sentrale av disse er regelen for hvordan tilbakevekting av aksjeandelen (rebalansering) skal gjennomføres, krav om å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land i sammensettingen av statsobligasjonsinvesteringene og krav om å opprette særskilte miljørelaterte investeringsmandater.

Videre peker banken på at de gjennom tilpasninger i den operative referanseporteføljen har etablert et mer skreddersydd utgangspunkt for forvaltningen. Avvikene mellom den operative referanseporteføljen og Finansdepartementets fastsatte referanseindeks trekker på rammen for forventet relativ volatilitet. Det vises også til at forvaltningen over de siste årene er utviklet med sikte på å høste systematiske risikopremier, blant annet gjennom tilpasninger i den operative referanseporteføljen. Norges Bank mener at rammen for forventet relativ volatilitet må utformes slik at banken ikke tvinges til å avvike posisjoner på uheldige tidspunkt fordi en kommer utenfor rammen.

Eiendomsinvesteringene er i dag unntatt fra beregningen av forventet relativ volatilitet. Norges Bank viser til at dersom en går bort fra en fast allokering til eiendom, og i stedet betrakter denne allokeringen som et avvik fra en referanseindeks som kun består av aksjer og obligasjoner, bør rammen for forventet relativ volatilitet økes.

2.2.4 Rapport fra ekspertgruppen

Ekspertgruppen redegjør i rapport 20. januar 2014 for sin gjennomgang av Norges Banks forvaltning av SPU. Rapporten er offentliggjort på departementets internettsider.¹ I rapporten pekes det på flere utviklingstrekk ved bankens forvaltning av SPU. Det nevnes spesielt at forvaltningen er forenklet de siste årene, med redusert bruk av belåning og komplekse finansielle instrumenter, og at innslaget av skjønn er redusert som følge av lavere ramme for avvik fra referanseindeksen. Ekspertene framhever videre bankens arbeid med å utvikle egne, mer skreddersydde indekser til bruk i bankens egen forvaltning, operative referanseporteføljer, som svært positivt. De operative referanseporteføljene bidrar til å spre risikoen i

fondet ytterligere, og til å utnytte systematiske risikofaktorer og svakheter ved indeksen. Dette er forvaltningsaktiviteter som ekspertgruppen mener det er godt faglig grunnlag for at fondet skal drive med. Samtidig peker de på at dette best gjøres som en del av den operative forvaltningen snarere enn gjennom at departementet endrer fondets referanseindeks.

Analysene av resultatene i SPU viser at det er referanseindeksen fastsatt av departementet som dominerer risikoen, og at bankens avvik fra referanseindeksen har vært svært moderate. Mer enn 99 pst. av svingningene i fondets avkastning kan forklares av svingningene i referanseindeksens avkastning. De statistiske analysene viser at Norges Banks forvaltning har bidratt positivt til fondets avkastning, med en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på vel 0,3 prosentenheter. Resultatene er samlet sett bedre for aksjeforvaltningen enn for renteforvaltningen. Ekspertgruppen har også analysert samvariasjonen mellom oppnådd meravkastning og avkastningen av ulike såkalte systematiske risikofaktorer. De finner at 60 pst. av svingningene i den oppnådde meravkastningen for perioden sett under kan forklares av utviklingen til slike risikofaktorer. Ekspertgruppen tolker den høye graden av samvariasjon som en styrke og peker på at dersom bankens forvaltningsaktiviteter direkte eller indirekte tilfører fondet egenskaper i tråd med systematiske risikofaktorer, kan en forvente positive bidrag til avkastningen også i framtiden.

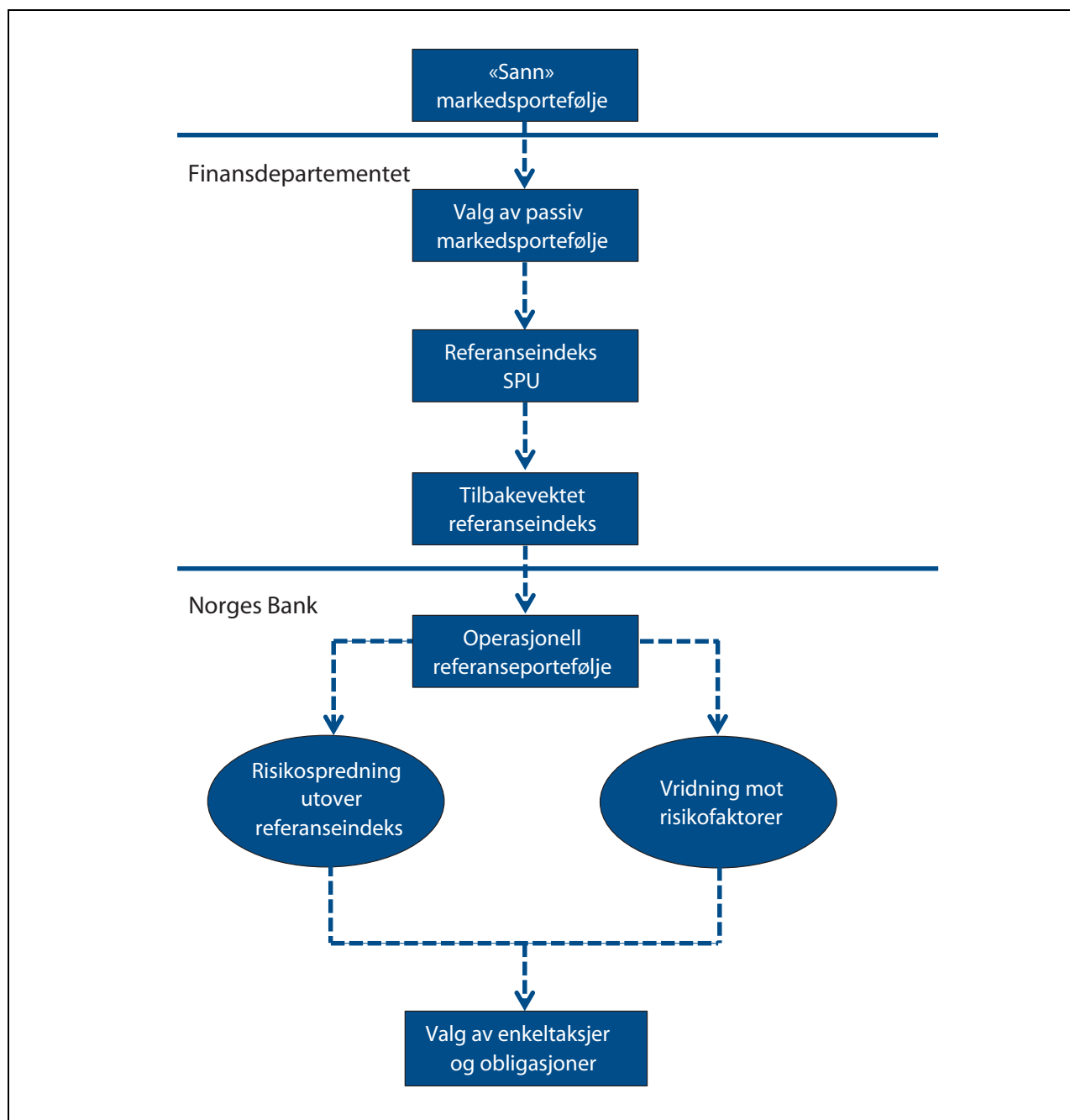
Ekspertgruppen peker i rapporten på at det generelt er fire aktiviteter som bidrar til verdiskaping:

- risikospredning
- tilbakevekting (herunder en mindre slavisk tilpasning til endringer i indeks)
- systematiske risikofaktorer
- valg av enkeltaksjer- og obligasjoner (tradisjonell aktiv forvaltning)

Dette er alle aktiviteter som fondet driver med i dag. Bankens arbeid med å utvikle interne, operative referanseporteføljer innebærer en mer systematisk tilnærming til de første tre typene av aktiviteter.

Ekspertgruppen anbefaler at fondet rapporterer mer helhetlig enn i dag om bidrag til fondets avkastning fra ulike verdiskapende aktiviteter. De mener at økt åpenhet om de ulike bidragene til fondets avkastning vil bidra til en mer robust investeringsstrategi. Figur 2.1 illustrerer at investeringene i SPU bygger på mange valg i Finansdepartementet og Norges Bank.

¹ www.regjeringen.no/spf.



Figur 2.1 Illustrasjon av valg i Finansdepartementet og Norges Bank

Kilder: Finansdepartementet og Ang, Brandt og Denison (2014).

Ekspertgruppen drøfter i rapporten en konkret modell for delegering til forvalter som brukes av andre store fond, blant annet CPPIB (Canada) og GIC (Singapore). Den innebærer at det ikke er en fast andel av fondet som investeres i eiendom og andre unoterte markeder, men at det delegeres til forvalter å vurdere slike investeringer i hvert enkelt tilfelle opp mot hva fondet alternativt kunne oppnådd ved å investere i en portefølje (for eksempel 60/40) av noterte aksjer og obligasjoner. Ekspertene peker på at fordelen

med en slik modell er at den kan brukes på tvers av aktivaklasser og at en i større grad enn en modell med fast fordeling på ulike aktivaklasser søker å utnytte fondets fortrinn. Fortrinnene er både strukturelle egenskaper ved fondet, som størrelse og tidshorisont, men også de som er utviklet over tid hos forvalter som en profesjonell, målrettet organisasjon. I rapporten framheves det at modellen er krevende å gjennomføre og at en forutsetning er en klar og god styringsstruktur. Ekspertgruppen anbefaler at fondet innfører

denne modellen og mener at fondet har gode forutsetninger for å gjennomføre denne på en god måte. Gruppen går ikke inn på hvordan modellen skal innføres i praksis. Det vises i denne forbindelse til omtalen i Meld. St. 27 (2012–2013) der departementet gjorde rede for andre investorers valg av avkastningsmål for eiendom. Departementet omtalte analyser av noterte eiendomsaksjer sammenliknet med unotert eiendom og konkluderte med at det bør være opp til forvalter å velge mellom noterte og unoterte investeringer i eiendomsporteføljen.

Ekspertgruppen anbefaler at rammen for avvik fra referanseindeksen, målt ved forventet relativ volatilitet, økes. De mener at en moderat økning vil være fra 1 pst. til 1,75 pst. De mener at en økt ramme for avvik fra indeksen vil bidra til bedre spredning av risiko og gi mulighet for å utnytte systematiske risikofaktorer. Ekspertgruppen mener dette vil øke fondets verdiskaping på sikt og viser til at banken historisk har oppnådd gode resultater i forvaltningen. Ekspertgruppen peker også på at inkludering av eiendom i beregningen av forventet relativ volatilitet vil kreve en økning.

Ekspertgruppen viser samtidig til at forventet relativ volatilitet er utformet for å måle typiske avvik fra referanseindeksen, målt ved hjelp av standardavvik. Gruppen peker på at standardavvik behandler negative og positive avvik fra indeksen likt, mens investorer typisk vil ha ulike preferanser for positive og negative utfall. Investorer vil typisk være opptatt av hele den statistiske fordelingen til avvikene fra indeksen, og de vil særlig være bekymret for negative utfall (tap). Ekspertgruppen anbefaler derfor at fondet innfører supplerende risikomål for å fange opp avvik med liten sannsynlighet, men stor konsekvens (såkalt «hale-risiko»).

2.2.5 Departementets vurderinger

Jevnlige vurderinger av den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningen er viktig for departementets arbeid med å videreutvikle strategien for fondet. Departementets utgangspunkt er at større endringer i strategien for forvaltningen av SPU skal bygge på grundige faglige utredninger, som også gir grunnlag for bred forankring i Stortinget. Departementet legger vekt på å utnytte fondets særtrekk og risikobærende evne.

Formålet med gjennomgangen av Norges Banks forvaltning av SPU i denne meldingen er å drøfte hvordan fortsatt delegering av forvaltningsoppgaver til Norges Bank kan bedre forholdet

mellom avkastning og risiko, innenfor et risikonivå som fortsatt skal være moderat.

Departementet har merket seg at ekspertgruppen i sin rapport understreker at fondets faktiske portefølje vil være et resultat av en rekke aktive valg, selv om det er en begrenset ramme for å avvike fra referanseindeksen. Det er bare gjennom slike beslutninger at sammensetningen av investeringene vil være tilpasset formålet med fondet og dets særtrekk, samt departementets oppfatninger om markedenes virkemåte. Både ekspertgruppen og Norges Bank peker på at det er behov for skreddersøm i sammensetningen av fondets faktiske portefølje. Noen av disse tilpassningene bør gjøres av Finansdepartementet, andre av Norges Bank.

Indeksleverandørene fastsetter regler for hvilke markeder og selskaper som inngår i indeksene. Det er for eksempel slik at indeksene regelmessig omvektes som følge av at selskaper går inn eller ut av indeksen. Norges Bank kan utnytte dette ved at de tilpasser sammensetningen av fondets portefølje til slike løpende endringer i indeksene på en mer kostnadseffektiv måte enn investorer som er bundet til å følge indeksene mer slavisk. Det bidrar til at fondet kan oppnå et bedre forhold mellom forventet avkastning og risiko enn indeksen. Departementet mener det er hensiktsmessig at Norges Bank utvikler interne referanseporteføljer som avviker fra den strategiske referanseindeksen fra Finansdepartementet i slike henseender.

Norges Bank kan investere i markeder eller selskaper som ikke inngår i referanseindeksen. Banken kan la være å godkjenne markeder som inngår i indeksen eller godkjenne markeder som er utenfor indeksen. På den måten kan forvalter gjøre en mer tilpasset vurdering av hvilke investeringer som gir tilfredsstillende sikkerhet for fondet, herunder sikre eiendomsretten. Slike tilpassninger kan på sikt bidra til å spre risikoen i fondet, selv om utslagene i fondets avkastning tidvis vil kunne være negative.

Departementet mener også at det kan være hensiktsmessig for en langsiktig investor som SPU å søke å påvirke forventet avkastning og risiko gjennom å vri sammensetningen av fondet mot ulike systematiske risikofaktorer. Dette temaet ble drøftet i fjorårets melding om Statens pensjonsfond. Vurderingen var at slike beslutninger, i den grad systematiske risikofaktorer skal utnyttes i forvaltningen, bør gjøres av Norges Bank innenfor rammene for forvaltningen, jf. omtalen i Meld. St. 27 (2012–2013). Stortinget sluttet seg til disse vurderingene, jf. Innst. 424 S (2012–2013).

Departementet har merket seg at Norges Bank gjennom arbeidet med å utvikle interne referanseporteføljer søker å spre risikoen i fondet ytterligere, utnytte svakheter ved indeksene, samt tjene på systematiske risikofaktorer. Departementet har merket seg at ekspertgruppen mener det er godt faglig grunnlag for at fondet bør drive med dette. Departementet har også merket seg ekspertgruppens vurdering av at slike forvaltningsaktiviteter best gjøres som en del av den operative forvaltningen.

Departementet er enig i vurderingene av at det er godt faglig grunnlag for bankens arbeid med å utvikle interne referanseporteføljer. SPUs særtrekk skiller fondet fra gjennomsnittsinvestoren. Norges Bank utnytter disse særtrekkene og fortrinnene for øvrig for å søke å oppnå et bedre forhold mellom forventet avkastning og risiko sammenliknet med referanseindeksen. Departementet mener det er mest hensiktsmessig at denne typen beslutninger delegeres til banken. De operative referanseporteføljene trekker samtidig på rammen for avvik fra referanseindeksen. Departementet mener at rammene i mandatet bør gi Norges Bank et visst rom for å videreutvikle og gjennomføre denne typen strategier. Hensikten er å bedre forholdet mellom avkastning og risiko gjennom å utnytte fondets særtrekk. Det er verken ønskelig eller mulig for departementet å ta alle slike strategiske valg gjennom å endre fondets referanseindeks.

Både Norges Banks og ekspertgruppens analyser bekrefter at forvaltningen har bidratt positivt til fondets avkastning samtidig som avvikene fra referanseindeksen har vært moderate. Departementet er enig i vurderingen av at resultatene som er oppnådd de siste årene er gode, men vil også peke på at de må ses i sammenheng med gjeninnhentingen etter finanskrisen. Departementet har merket seg at mer enn 99 pst. av variasjonen i fondets avkastning kan forklares av utviklingen i referanseindeksen fra Finansdepartementet. Fondet forvaltes dermed nær opp til indeksen. Departementet vil for øvrig peke på at selv små bidrag til avkastningen fra Norges Banks avvik fra indeksen vil, med fondets størrelse, utgjøre betydelige beløp over tid. Historiske avkastningstall viser at fondet har hatt en gjennomsnittlig årlig brutto avkastning som er mer enn 0,3 prosentenheter høyere enn referanseindeksen.

Ekspertgruppens statistiske analyser viser at aksjeporteføljen over tid har hatt noe høyere risiko enn det som følger av referanseindeksen, mens renteporteføljen gjennomgående har hatt en risiko på linje med referanseindeksen.² I enkelte

delperioder har det likevel vært avvik mellom risikoen i SPU og referanseindeksen, blant annet under finanskrisen. At risikoen er høyere enn i referanseindeksen innebærer generelt at en normalt kan forvente noe større svingninger i avkastningen enn det som følger av den brede markedsutviklingen.

Departementet har merket seg at banken har oppdatert beregningene som ligger til grunn for vurderingen om at brutto meravkastning fortsatt er et godt uttrykk for resultatene av bankens avvik fra referanseindeksen. Selv om beregningene er beheftet med usikkerhet, synes brutto meravkastning fortsatt å være robust tilnærming til å måle verdiskaping fra aktiviteter som innebærer avvik fra referanseindeksen.

Departementet har videre merket seg at ekspertgruppen anbefaler at rammen for avvik fra referanseindeksen, målt ved forventet relativ volatilitet, økes. Gruppen mener at en moderat økning i rammen vil være en oppjustering fra 1 pst. til 1,75 pst.

Departementet har merket seg at også Norges Bank anbefaler at rammen for avvik fra referanseindeksen økes. Forslaget fra banken er en økning fra 1 pst. til 2 pst. i rammen for relativ volatilitet og er begrunnet med at det er gjort flere endringer i mandatet for SPU de siste årene som bidrar til å trekke på dagens ramme på 1 pst. Banken peker på at rammen bør være tilstrekkelig stor til at den kan gjennomføre tilbakevektninger på en effektiv måte. Videre nevnes det at arbeidet med å utvikle operative referanseporteføljer vil trekke på rammen. Departementet har også merket seg at banken mener det er et behov for å gi tilstrekkelig handlingsrom til å gjennomføre forvaltningen på en måte som utnytter fondets særtrekk og støtter opp under det overordnede målet for forvaltningen.

Departementet deler ekspertgruppens og Norges Banks syn om at det er hensiktsmessig for en stor, langsiktig investor som SPU å utvikle et mer skreddersydd utgangspunkt for forvaltning-

² De statistiske analysene viser at aksjeporteføljens eksponering mot markedet, en såkalt beta, for perioden januar 1998 til juni 2013 er beregnet til 1,02. Det betyr at den faktiske aksjeporteføljen i gjennomsnitt har hatt 2 pst. høyere systematisk risiko enn «markedet» representert ved referanseindeksen. En portefølje som er sammensatt av ulike aksjer slik at beta er høyere enn 1, vil i gjennomsnitt ha en høyere forventet avkastning enn referanseindeksen i perioder med positiv kursutvikling i markedene, og motsatt i perioder med negativ markedsutvikling. Analysene viser at betaen i renteporteføljen over samme periode har vært 1,00, noe som betyr at risikoen i den faktiske porteføljen i gjennomsnitt har vært den samme som i referanseindeksen.

gen enn det som følger av de brede indeksene fra ledende indeksleverandører. Disse har en rekke svakheter som etter departementets syn bør kunne utnyttes av SPU.

Departementet har imidlertid etter en samlet vurdering kommet til at det er behov for å arbeide videre med spørsmålet om rammen for avvik fra referanseindeksen, før en kan ta stilling til de rådene som er mottatt. Rammen, uttrykt ved forventet relativ volatilitet, ble satt i 2009 i kjølvannet av finanskrisen. Departementet mener at det er naturlig å vurdere omfanget av avvik fra referanseindeksen nærmere før en endrer rammen igjen. Noen av strategiene som kan utvikles innenfor en utvidet ramme, innebærer en vridning av investeringene mot systematiske risikofaktorer. Slike strategier ble behandlet i fjorårets melding, jf. avsnitt 2.2.2 i Meld. St. 27 (2012–2013). Hvorvidt rammen for avvik skal økes for å gi større rom for dette er en avveining mellom forventet avkastning og risiko. En større ramme vil kunne gi større svingninger i den relative avkastningen, og i noen år kan utslagene bli store. De nye reglene for tilbakevekting innebærer også at rommet for andre avvik fra referanseindeksen isolert sett blir noe større, jf. omtale i avsnitt 2.3. Det er også behov for å arbeide videre med andre råd fra ekspertgruppen. Gruppen anbefaler at eiendomsinvesteringer og eventuelle andre unoterte investeringer bør inkluderes i rammen for avvik fra referanseindeksen. Videre anbefaler ekspertgruppen at Finansdepartementet innfører en ramme som også uttrykker en øvre toleranse for tap som vil inntreffe sjelden. Departementet vil vurdere disse spørsmålene nærmere sammen med rammen for avvik fra referanseindeksen og tar sikte på å komme tilbake til dette i meldingen som legges fram våren 2015.

2.3 Tilbakevekting av aksjeandelen

2.3.1 Tilbakevekting av referanseindeksen

Finansdepartementets langsiktige strategi for forvaltningen av SPU angir en fast fordeling til aksjer på 60 pst. Markedsbevegelser vil føre til at aksjeandelen i referanseindeksen beveger seg bort fra denne strategiske vekten. For eksempel vil en oppgang i aksjekursene i forhold til kursene på obligasjonene, føre til at aksjeandelen øker. En høyere (eller lavere) aksjeandel vil endre avkastnings- og risikoegenskapene til fondet. Det er derfor viktig å ha en ordening som bringer vektene i referanseindeksen tilbake mot de valgte strategiske vektene.

I Meld. St. 17 (2011–2012) ble det redegjort for erfaringene med tilbakevekting (eller såkalt rebalansering) i SPU. Departementet la vekt på at tilbakevekting har som formål å sikre at risikoen i fondet over tid ikke avviker vesentlig fra det som er forankret i den langsiktige fordelingen på aktivaklasser. Samtidig pekte departementet på at tilbakevekting har et visst motsykklisk trekk ved at fondet selger aktiva som har steget relativt mye i verdi og kjøper aktiva som har falt i verdi. Departementet konkluderte med at tilbakevekting i SPU bør videreføres, men at en ville arbeide videre med den detaljerte utformingen av reglene. I Nasjonalbudsjettet 2013 ble det orientert om de nye reglene for tilbakevekting i SPU, jf. Meld. St. 1 (2012–2013). Reglene er slik at når aksjeandelen i referanseindeksen ved utgangen av en måned avviker fra 60 pst. med mer enn 4 prosentenheter, settes aksjeandelen i referanseindeksen tilbake til 60 pst. ved neste månedsskifte.

Høsten 2013 ble den første tilbakevektingen av SPUs referanseindeks etter de nye reglene gjennomført. Departementet har vurdert enkelte av bestemmelsene for tilbakevekting på nytt i lys av denne erfaringen.

2.3.2 Tilbakevekting av den faktiske porteføljen

Tilbakevekting av den faktiske porteføljen i SPU er delegert til Norges Bank. For å vekte tilbake den faktiske porteføljen på en hensiktsmessig og kostnadseffektiv måte, vil banken normalt kunne bruke lang tid. Banken kan i sine vurderinger blant annet legge vekt på markedssituasjonen og likviditeten i markedet.

Norges Bank kan i forvaltningen av den faktiske porteføljen avvike fra referanseindeksens aksjeandel. Hvor store slike avvik kan være er hovedsakelig bestemt av rammen for avvik fra indeksen, såkalt forventet relativ volatilitet.

I perioden hvor banken gjennomfører tilbakevektingen kan forskjellen mellom aksjeandelen i den faktiske porteføljen og referanseindeksen være stor. Simuleringer som departementet har foretatt, viser at forskjellen i aksjeandel i perioder med stor markedsuro kan være over ti prosentenheter rett etter at referanseindeksen er vektet tilbake. Det kan føre til mer- eller mindreavkastning og høy forventet relativ volatilitet.

En stram ramme for relativ volatilitet kan 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 tilpassing. Departementet har derfor vur-

dert hvordan reglene for tilbakevektning kan justeres for å ta høyde for virkningene på forventet relativ volatilitet.

Dagens regler for å vekte tilbake referanseindeksen er offentlige. Kjennskap til hvordan Norges Bank vokter tilbake den faktiske porteføljen kan være markeds sensitivt, og er informasjon som andre markedsaktører kan utnytte for å tjene penger på bekostning av SPU. Dersom en skulle endre reglene for tilbakevektning av referanseindeksen slik at de ligger tettere opp til hvordan Norges Bank vokter tilbake den faktiske porteføljen, måtte deler av regelverket trolig være unnatt offentligheten.

2.3.3 Departementets vurderinger

Departementet mener at regelverket fortsatt bør være offentlig, ettersom åpenhet er et viktig mål for forvaltningen av fondet.

Departementet anser videre at hensynet til en kostnadseffektiv gjennomføring av tilbakevektningen er viktig. Regelverket må ha klare og faste retningslinjer for hvordan referanseindeksen skal justeres. Samtidig bør Norges Bank kunne vurdere hva som er en hensiktsmessig gjennomføring av hver enkelt tilbakevektning og ha handlingsrom til å bestemme hvordan, og i hvilket tempo, den faktiske porteføljen kan og bør justeres. Det taler for å justere mandatet til Norges Bank.

Dagens retningslinjer gjør at banken må «holde av» en andel av rammen for forventet relativ volatilitet til framtidige tilbakevektninger. Departementet har derfor vurdert om rammen bør økes for å ta høyde for at tilbakevektninger i varierende grad trekker på rammen. Finansdepartementets simuleringer viser at rammen for forventet relativ volatilitet måtte vært vesentlig høyere enn i dag for å ta høyde for perioder med stor markedsuro. Etter departementets syn er ikke det hensiktsmessig. En slik løsning vil kunne gi en utilsiktet stor ramme for andre avvik fra referanseindeksen i perioder uten store svingninger i aksjemarkedet.

Departementet legger i stedet opp til å holde utslagene i forventet relativ volatilitet som følge av tilbakevektning utenfor rammen. Det vil si at dersom forventet relativ volatilitet overstiger rammen, men Norges Bank kan sannsynliggjøre at det skyldes en pågående tilbakevektning, vil det ikke bli betraktet som et brudd på mandatet.

Regler for tilbakevektning av aksjeandelen er ment å sikre at aksjeandelen i referanseindeksen ikke beveger seg for langt bort fra den valgte

aksjeandelen på 60 pst. Departementet har vurdert om det å holde tilbakevektning utenfor rammen kan medføre at banken ikke gis sterke nok insentiver til å gjennomføre tilbakevektninger i perioder med uro. Avviket i aksjeandelen mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen vil imidlertid gi betydelige utslag i mer- eller mindre-avkastning, som må rapporteres. Det vil isolert sett kunne medføre at Norges Bank vil ønske å begrense avvikene mellom aksjeandelen i faktisk portefølje og indeks. Endringen som det her legges opp til, forutsetter at Norges Bank rapporterer nærmere om virkningen på relativ volatilitet og meravkastning.

2.4 Olje- og gassaksjer i SPU

2.4.1 Innledning

Fondskonstruksjonen med SPU og handlingsregelen ble opprettet for å skjerme fastlandsøkonomien mot store og varierende petroleumsinntekter og sørge for en jevn innfasing av statens oljeinntekter. SPU er samtidig et instrument for langsiktig offentlig sparing. Fordringene som Norge bygger opp på utlandet gjennom de finansielle investeringene i fondet, skal finansiere framtidig import, jf omtale i avsnitt 4.2. Investeringsstrategien er derfor innrettet mot å oppnå høyest mulig finansiell avkastning – målt i internasjonal kjøpekraft – innenfor moderat risiko. Fondet er bredt investert i aksjer, obligasjoner og fast eiendom i mange land. Dette bidrar til risikospredning. Det er ikke gjort særskilte tilpasninger i investeringsstrategien for olje- og gassaksjer.

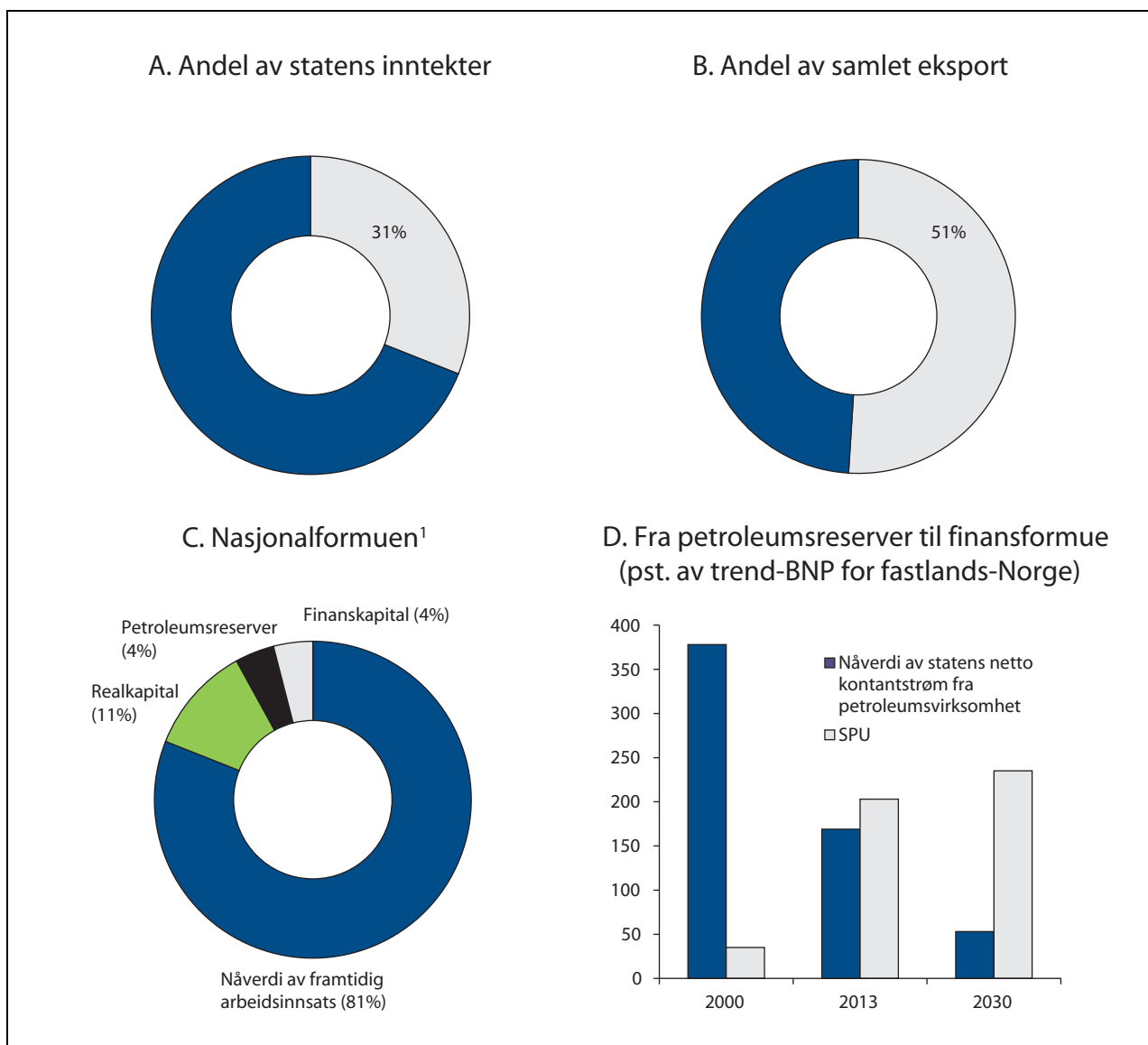
Utviklingen i olje- og gassprisene er samtidig viktig for petroleumssektoren, som utgjør en betydelig andel av norsk økonomi, og staten har fortsatt betydelige reserver av olje og gass på sokkelen. Departementet har derfor tidligere vurdert om disse forholdene taler for å holde olje- og gasssektoren utenfor investeringene i SPU. Dette ble sist drøftet i St. meld. nr. 20 (2008–2009) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008. Analysen viste den gang at det ikke var tungtveiende grunner til å endre strategien med en god spredning av investeringene over verdens aksje- og obligasjonsmarkeder. Det ble derfor lagt opp til å beholde olje- og gasssektoren i referanseindeksen for fondet. Et samlet Storting sluttet opp om dette, jf. Innst. S. nr. 277 (2008–2009).

Departementet har nå oppdatert analysen fra 2009 og sett nærmere på sammenhengen mellom oljeprisen og avkastningen av olje- og gassaksjer på både kort og lang sikt. Analysene er ikke

basert på forutsetninger om en bestemt prisbane framover for olje. Ved å se på historiske avkastningstall kan blant annet forskjeller i sammenhenger på kort og lang sikt belyses. Dette er omtalt i avsnitt 2.4.3.

For å vurdere om det finnes robuste sammenhenger mellom oljepris og avkastning i finansmarkedene, har departementet gått gjennom resul-

tatene av forskning på sammenhengen mellom finansmarkeder, oljepris og økonomisk utvikling. Dersom det foreligger slike sammenhenger, kan det tale for å endre sammensetningen av SPU med sikte på å bidra til at statens formue blir mindre påvirket av endringer i oljeprisen. Dette er omtalt i avsnitt 2.4.4.



Figur 2.2 Petroleumssektoren og norsk økonomi

¹ Netto nasjonalformue per innbygger. Petroleumsreserver er beregnet som nåverdien av framtidig grunnrente per innbygger. SPU er regnet med i finanskapitalen. Se Meld. St. (2012–2013) Perspektivmeldingen 2013.

Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Finansdepartementet.

2.4.2 Utsatthet for fall i petroleumspriser reduseres over tid

Petroleumssektoren står i dag for om lag en tredjedel av statens inntekter og over halvparten av landets samlede eksport, jf. figur 2.2A og B. Etter som utviklingen i olje- og gassprisene er viktig for inntjeningen og aktiviteten i petroleumssektoren, er den også viktig for norsk økonomi.

Gjenstående olje- og gassreserver utgjør også en andel av nasjonalformuen, som legger grunnlaget for konsummuligheter i framtiden. Petroleumsformuen utgjør likevel en mindre del av samlet nasjonalformue, mens verdien av vår arbeidskraft nå og i framtiden utgjør den dominerende andelen, jf. figur 2.2C. Høy yrkesdeltakelse og produktivitet er dermed den avgjørende faktoren for utviklingen i velstand og velferd. Sterke statsfinanser og petroleumsformuen skiller likevel Norge fra andre land det ellers ville vært naturlig å sammenlikne oss med.

Figur 2.2D viser utviklingen i verdien av gjenstående utvinnbare ressurser på norsk sokkel og av finansielle aktiva i SPU. Verdien av petroleumsreservene er vesentlig mer utsatt for utviklingen i olje- og gassprisene enn fondet, ettersom investeringene i SPU er spredt over mange regioner og aktivaklasser.

Ved å plassere de løpende inntektene fra utvinning av olje og gass i SPU og begrense uttakene fra fondet i tråd med handlingsregelen, reduserer vi virkningene på norsk økonomi av endringer i oljeprisen. Omklasseringen går forholdsvis raskt. Figur 2.2D viser at i år 2000 utgjorde nåverdien av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten i underkant av fire ganger Fastlands-BNP, mens den i 2030 forventes bare å utgjøre 50 pst. Bare de siste 15 årene er petroleumsreservene målt på denne måten mer enn halvert. Samtidig er det bygget opp verdier i SPU.

Den reduksjonen i oljeprisrisiko som følger av å omplassere oljeformuen til investeringer i SPU kan forsterkes av at en stor del av verdens oljereserver og oljeselskaper ikke er representert på verdens børser. Figur 2.3 viser at de største børsnoterte oljeselskapene bare eier en liten andel av verdens oljereserver. Børsnoterte selskaper som helhet er derfor store netto kjøpere av olje. Land som er netto importører av olje og gass har samtidig en stor andel av verdens finansmarkeder. En lavere oljepris innebærer derfor en formuesoverføring fra oljeproduiserende land til selskaper og land der hoveddelen av SPU's portefølje er investert. Investeringer i verdens finansmarkeder gir derfor en viss beskyttelse mot langvarige fall i olje- og gassprisene.



Figur 2.3 Verdens 25 største oljeselskaper målt ved oljereserver

Kilde: PetroStrategies, Inc. Februar 2012.

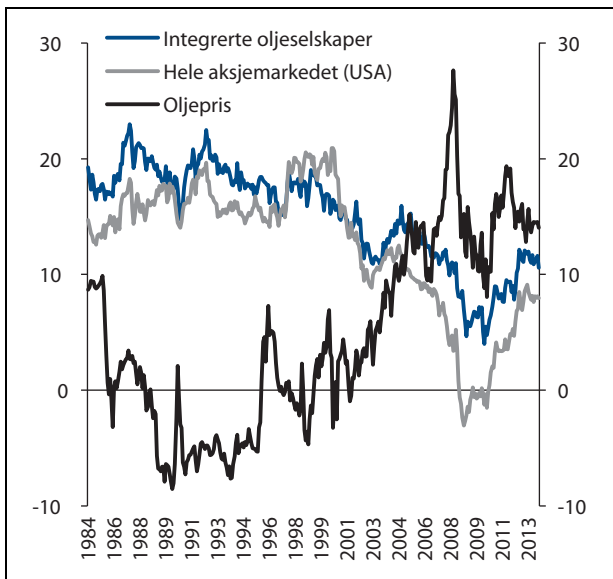
Dagens forvaltningsmodell med relativt rask nedbygging av reservene og et klart skille mellom løpende petroleumsinntekter og oljepengebruk samt finansinvesteringer i SPU bidrar derfor allerede til å redusere virkninger på norsk økonomi av et fall i oljeprisen. Utgangspunktet for analysene i avsnitt 2.4.3 og 2.4.4 er derfor om fondet kan bidra ytterligere til å redusere statens sårbarhet for endringer i olje- og gassprisene.

2.4.3 Oljeaksjer og oljepris

Virkningen av å ekskludere olje- og gassaksjer i SPU's referanseindeks for aksjer vil blant annet avhenge av om man kan likestille det å eie oljeaksjer med det å eie oljeressurser.

Analysen av historisk avkastning viser at det er forskjell på å eie aksjer i olje- og gasssektoren og på å eie oljeressurser, særlig på lang sikt. Den økonomiske politikken rettes inn mot en effektiv utnyttelse av landets ressurser over konjunktursyklusen. Det taler for at det er de langsiktige effektene og ikke de kortsiktige svingningene, som er mest relevante for å vurdere virkningen på samlet oljeprisrisiko av å eie olje- og gassaksjer i SPU.

Departementets analyser viser at olje- og gassaksjer påvirkes mer av endringer i oljeprisen enn øvrige sektorer på kort sikt, se boks 2.3. På lengre sikt synes likevel avkastningen i det brede aksje-



Figur 2.4 Rullerende årlig avkastning over ti år. Geometrisk gjennomsnitt. Månedlige observasjoner. 31.12.1974–31.12.2013. USD. Prosent

Kilde: Thomson Reuters Datastream.

markedet å være viktigere for avkastningen i olje- og gasselskapene enn utviklingen i oljeprisen. Dette er også illustrert i figur 2.4. Figuren viser 10 års rullerende årlig gjennomsnittlig avkastning av en portefølje av fem store integrerte oljeselskaper³, av en indeks for det amerikanske aksjemarkedet og av olje de siste tre tiårene. Disse enkle observasjonene kan isolert sett tale for at det ikke er en spesielt sterk sammenheng mellom avkastningen i oljeaksjer og oljepris på lengre sikt.⁴

Olje- og gasselskaper er investert i en rekke aktiviteter hvor verdiutviklingen i mindre grad blir påvirket av utviklingen i olje- og gassprisene, som for eksempel raffinering, transport til forsyning, markedsføring og detalj salg. Selskapenes virksomhet er også spredt på tvers av energimarkeder som kan ha en annen verdiutvikling enn de norske petroleumsforekomstene. Investeringer i olje- og gassaksjer er derfor ikke det samme som å eie petroleumsressurser på norsk sokkel.

³ Olje- og gasselskaper kan arbeide med alt fra oljeleting, oljeutvinning, oljeraffinering og transport til forsyning, markedsføring og detalj salg. Et selskap som er virksomt i alle delene av petroleumsindustrien, kalles et integrert oljeselskap.

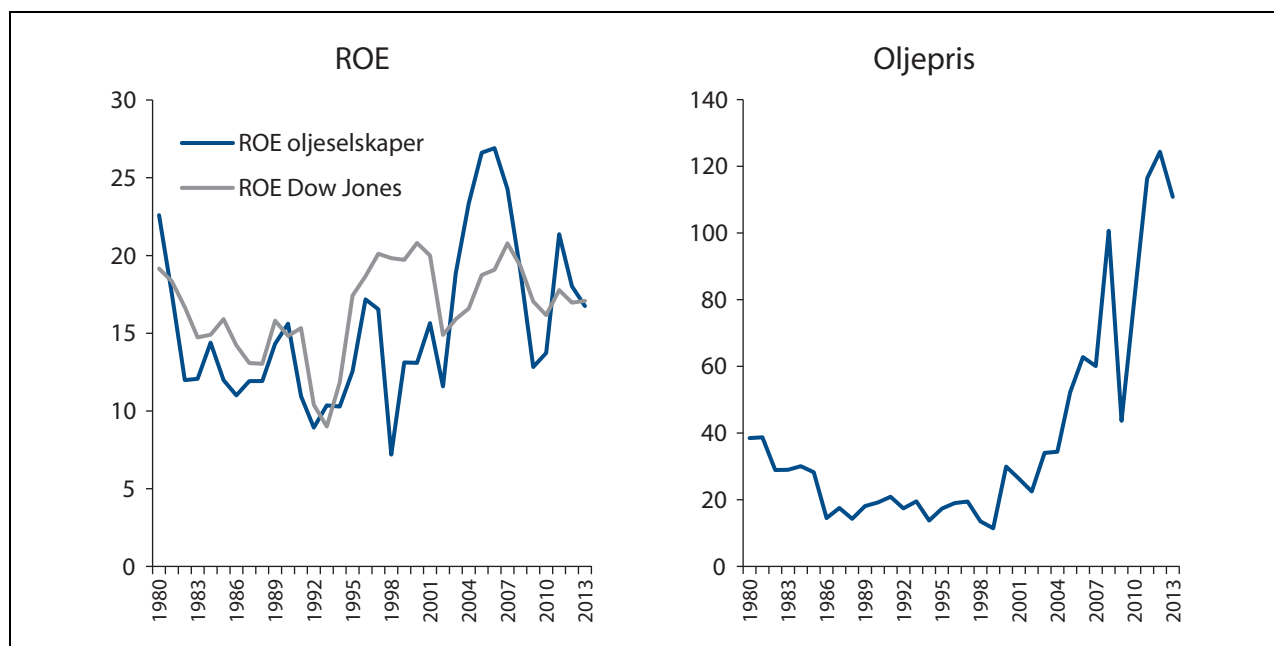
⁴ Se også El Hedi og Fredj (2010) som kom til en tilsvarende konklusjon basert på mer avanserte statistiske analyser av oljepris og olje- og gassaksjer i det europeiske markedet.

På lang sikt er lønnsomheten olje- og gasselskapene har på sine investeringer i nye olje- og gassforekomster, viktig for utviklingen i aksjekursene. Høy lønnsomhet betyr at selskapene får et større overskudd for hver krone som investeres. Endringer i oljeprisen påvirker lønnsomheten på kort sikt, men på lengre sikt har lønnsomheten til oljeselskapene vært mer lik lønnsomheten til andre børsnoterte selskaper, se figur 2.5. Det er derfor naturlig at avkastningen av oljeaksjer på lang sikt utvikler seg mer som det brede aksjemarkedet enn som oljeprisen.

Det finnes gode teoretiske argumenter for en slik sammenheng. De børsnoterte olje- og gasselskapene eier i utgangspunktet ikke olje- og gassforekomstene, men tilbyr grunneier tjenester til leting, utvinning og produksjon av petroleumsforekomster. Normalt vil grunneier kun ønske å tilby oljeselskapene rammebetingelser hvor de får en lønnsomhet som for andre industrier. Lønnsomheten ut over dette, dvs. grunnrenten, vil grunneier ønske å beholde selv. Figur 2.5 viser at lønnsomheten til oljeselskapene historisk ikke har vært vesentlig forskjellig fra andre børsnoterte selskaper.

I praksis blir olje- og gasselskapene ofte kompensert av grunneier, ikke med kontant betaling, men med en andel av inntektene fra ressursene de utvikler, eller ved eierskap til en andel av oljereservene. Oljeselskapenes lønnsomhet blir derfor på kort sikt påvirket av oljeprisen, og en økt oljepris kan gi en avkastning utover normal lønnsomhet. På lengre sikt er det imidlertid rimelig å forvente at grunneier tilpasser rammebetingelsene slik at grunnrenten hovedsakelig tilfaller grunneier og ikke oljeselskapene. Dette gjelder også dersom oljeprisen faller markert. Grunneier vil da måtte bedre rammebetingelser slik at investeringer i utvikling av grunneiers forekomster gir oljeselskapene en normal lønnsomhet. Mye av den langsiktige oljeprisrisikoen vil da bæres av grunneier.

Det kan også være andre årsaker til at sammenhengen mellom oljeprisen og avkastningen til olje- og gassaksjer er svakere på lang sikt enn på kort sikt. Endringer i oljeprisen kan skyldes endringer i kostnadene ved utvinning. I så fall vil endringer i prisene ha liten effekt på overskuddene til selskapene. De siste 10–15 årene har oljeselskapenes kostnader steget markert. Den kraftige økningen i oljeprisen i perioden har derfor ikke gitt tilsvarende økning i overskuddene til olje- og gasselskapene.



Figur 2.5 Avkastning på egenkapital (ROE) og oljepris. Fem store oljeselskaper (Exxon Mobil, BP, Royal Dutch Shell, Chevron, ConocoPhillips) og Dow Jones indeksen. Årlige observasjoner. 1980–2013. Prosent og USD.

Kilde: Thomson Reuters Datastream.

2.4.4 Oljeprisen og finansmarkedene

Dersom det finnes robuste langsiktige sammenhenger mellom olje- og gasspriser og avkastningen av investeringer i internasjonale finansmarkeder, kunne en vurdere andre måter å sette sammen investeringene i SPU på for å redusere statens sårbarhet for utviklingen i oljeprisen. En økning i SPU's aksjeandel kunne være et eksempel på et virkemiddel for ytterligere å redusere den norske stats sårbarhet overfor et vedvarende fall i oljeprisen. En annet eksempel kunne være å vri de finansielle investeringene mot selskaper, land eller valutaer der avkastningen har lav eller negativ samvariasjon med oljeprisendringer, dvs. at avkastningen ikke utvikler seg i takt med, eller motsatt av, oljeprisen.

Det er gjort en rekke studier av sammenhengen mellom oljeprisen, makroøkonomien og finansmarkedene, jf. boks 2.4. Til tross for bred enighet om at oljemarkedet har stor betydning for verdensøkonomien, er det ingen omforent forståelse av sammenhengen mellom oljepris og makroøkonomiske variabler eller mellom oljepris og aksjekurser. En viktig grunn til dette er at effektene av økt oljepris på makroøkonomien og aksjemarkedene synes å avhenge av den underlig-

gende årsaken til prisendringen. Økt aggregert etterspørsel etter alle industrivarer, for eksempel som følge av en internasjonal konjunkturoppgang, gir både høyere oljepris og høyere aksjepriser, mens økt pris bare på olje gir lavere aksjepriser. Endringer i tilbudet av olje påvirker også aksjemarkedet, men effektene synes å være lavere enn effektene av endringer i etterspørselen.

Det er derfor ikke overraskende at sammenhengen mellom det globale aksjemarkedet og oljeprisen har variert betydelig over tid, jf. figur 2.6. Figuren viser fem års rullerende samvariasjon mellom oljepris og FTSEs verdensindeks for aksjer over perioden fra desember 1993 til desember 2013. Samvariasjon mellom oljeprisen og avkastningen i olje- og gassektoren er heller ikke stabil over tid. Mangelen på robuste sammenhenger har flere konsekvenser:

- Å endre sammensetningen av SPU med sikte på å redusere statens oljeprisrisiko er krevende og trolig lite treffsikkert over tid.
- Siden sammenhengen mellom oljeprisen og verdipapirer endres over tid, vil tilpasninger måtte gjøres løpende. For et stort fond som SPU kan slike tilpasninger ha høye transaksjonskostnader, særlig dersom kjøp og salg påvirker aksjekursene.

Boks 2.3 Er olje- og gassaksjer spesielt utsatte for oljeprisen?

For å belyse spørsmålet om avkastningen til olje- og gasselskaper er mer utsatte for variasjoner i oljeprisen enn selskaper i andre sektorer, har departementet gjort en statistisk analyse, såkalt regresjonsanalyse, der en har forsøkt å forklare historisk avkastning til ulike sektorer i aksjemarkedet med en modell for prisingen av aksjer, den såkalte Fama-French (F-F) modellen. Modellen søker å forklare utviklingen i avkastningen på industrisektorer med utviklingen i det brede aksjemarkedet og to kjente faktorer for annen såkalt systematisk risiko. Endring i oljepris er lagt til som ekstra forklaringsvariabel. Analysen er gjort for det amerikanske aksjemarkedet, der datagrunnlaget oppfattes å være best. Totalavkastning i USD er analysert basert på månedlige tidsserier for perioden desember 1993– august 2013.

Tabell 2.1 viser resultatene. For å forenkle tabellen er bare de beregnede verdiene for to av de fire forklaringsvariablene vist (aksjemarkedet og oljepris). Forklaringskraften (R^2) viser hvor stor andel av variasjonen i avkastningen som kan forklares med utviklingen i de fire variablene. Hvilke beregnede verdier som har utsagnskraft i statistisk forstand er markert med «*».

Tabellen viser at olje- og gass er den sektoren som er klart mest utsatt for variasjoner i oljeprisen på kort sikt. Den beregnede verdien for

sammenhengen med oljeprisendringer er 0,25 og statistisk signifikant, hvilket tilsier at et månedlig fall i oljeprisen på 10 pst. sammenfaller med en månedlig sektoravkastning på -2,5 pst., alt annet like.

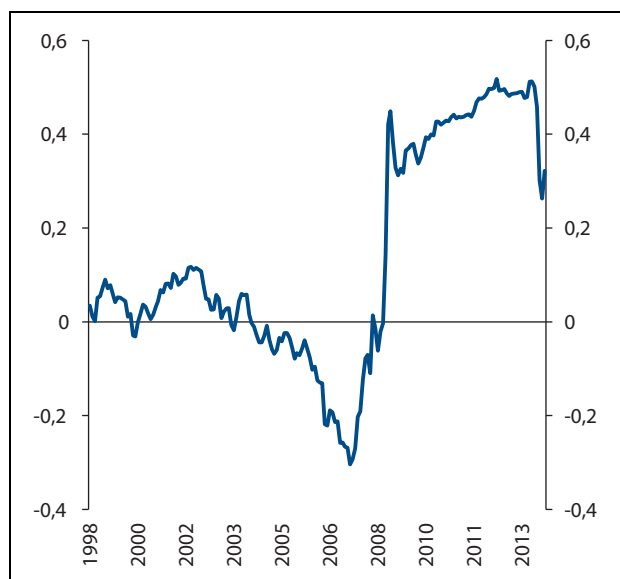
Tabellen viser også at det bare er for olje- og gassektoren at modellens forklaringskraft øker vesentlig når oljepris legges til som ekstra forklaringsvariabel. For de andre sektorene har oljeprisen liten eller ingen betydning for forklaringskraften. Dette er en annen indikasjon på at olje- og gassektoren er mer utsatt for variasjoner i oljeprisen enn andre sektorer på kort sikt. Samtidig bekrefter analysen at andre faktorer enn oljepris forklarer en større andel av svingningene i avkastningen fra olje- og gasssektoren. En Fama-French modell uten oljepris forklarer hele 41,8 pst.

En tilsvarende analyse av mer langsiktige virkninger ville krevd vesentlig lengre historiske tidsserier. Nyere forskning viser at aksjemarkedet reagerer ulikt på endringer i oljeprisen avhengig av hva årsaken til prisendringene er, se boks 2.4. Beregningene i tabell 2.1 er gjort for en periode som fram til finanskrisen var preget av stigende oljepriser som følge av sterk etterspørselsvekst fra framvoksende markeder.

Tabell 2.1 Hvor mye av variasjonene i avkastningen av amerikanske industrisektorer kan forklares ved systematiske risikofaktorer (Fama-French modell, F-F) og svingninger i oljeprisen? Månedlige observasjoner over perioden desember 1993–august 2013

	FTSE USA Oil & Gas	FTSE USA Basic mat.	FTSE USA Indust.	FTSE USA Cons. goods	FTSE USA Health care	FTSE USA Cons. serv.	FTSE USA Tele- com	FTSE USA Utili- ties	FTSE USA Finan- cials	FTSE USA Tech.
Marked	0,72*	1,15*	1,11*	0,92*	0,67*	1,01*	0,85*	0,50*	1,29*	1,29*
Oljepris	0,25*	0,06*	0,00	-0,07*	-0,04*	-0,07*	-0,06*	0,03	-0,06*	0,01
Forklaringskraft (justert R^2 , pst.)	58,0	66,2	81,4	59,0	53,0	81,5	49,1	28,8	85,0	81,6
Forklaringskraft Ren F-F modell (justert R^2 , pst.)	41,8	65,6	81,5	57,8	52,3	79,8	48,2	28,7	84,2	81,7

Kilder: Thomson Reuters Datastream, Kenneth R. French – Data Library og Finansdepartementet



Figur 2.6 5-års rullende samvariasjon mellom oljepris (Brent Spot) og FTSEs verdensindeks. Månedlige observasjoner. Desember 1993–desember 2013

Kilde: Thomson Reuters Datastream.

2.4.5 Departementets vurderinger

Gjennom SPU bygges finansielle reserver opp i takt med at petroleumsreservene utvinnes. Ved å investere de løpende inntektene fra utvinning av olje og gass i SPU, og begrense uttakene fra fondet i tråd med handlingsregelen for finanspolitikken, reduseres Norges sårbarhet overfor oljeprisrisiko løpende.

SPU skal sikre langsiktig sparing. Investeringsstrategien er derfor innrettet ut fra å oppnå høyest mulig finansiell avkastning – målt i internasjonal kjøpekraft – innenfor moderat risiko. God risikospredning sikres gjennom å investere midlene bredt på tvers av aktivaklasser, industrisekto-

rer og land. Det er ikke gjort særskilte tilpasninger i investeringsstrategien for olje- og gassaksjer.

Det er særlig de langsiktige virkningene av å eie olje- og gassaksjer som er relevante. Observerte sammenhenger mellom oljepris og aksjesektoren synes først og fremst å gjelde på kort sikt. Departementets analyser i denne meldingen viser ingen klar sammenheng mellom avkastningen på oljeaksjer og utviklingen i oljeprisen på lang sikt. Olje- og gasssektoren har på sikt oppført seg mer som resten av aksjemarkedet enn som oljeprisen. Lønnsomheten i selskapene har på sikt vært mer lik lønnsomheten i resten av aksjemarkedet.

Et mer generelt spørsmål er om en annen strategi for SPU kan redusere oljeprisrisikoen. En forutsetning for at statens oljeprisrisiko kan reduseres gjennom endringer i sammensetningen av investeringene til SPU, er at det foreligger langsiktige og robuste sammenhenger mellom verdiendringer i finansmarkedene og prisutviklingen på olje. En gjennomgang av forskning på de historiske sammenhengene mellom oljeprisen, makroøkonomien og finansmarkedene mer generelt viser imidlertid at det ikke er noen klar forståelse av slike sammenhenger.

Det bør etter departementets syn foreligge tungtveiende argumenter før en velger å utelukke en hel sektor fra fondet, og strategien for fondet må bygge på robuste sammenhenger. Etter departementets vurdering gir ikke analysene av sammenhengen mellom oljepris og investeringer i finansmarkedene tilstrekkelig tungtveiende grunner til å endre dagens referanseindeks.

Sammenhengen mellom oljemarkedet og finansmarkedene er et tema det er naturlig at departementet er oppmerksom på også i tiden framover. Dersom strategien til SPU skal justeres basert på slike sammenhenger, må det bygge på grundige faglige vurderinger. Det vises for øvrig til omtalen i avsnitt 2.7.

Boks 2.4 Forskning på sammenhengen mellom oljeprisen, makroøkonomien og finansmarkedene

Det finnes en omfattende litteratur på sammenhengen mellom oljeprisendringer, makroøkonomiske variabler og utviklingen i finansmarkedene. I denne boksen oppsummeres resultatene fra viktige studier på feltet.

Til tross for bred enighet om at oljemarkedet har stor betydning for verdensøkonomien, er det faglig uenighet både om sammenhengen mellom oljepris og makroøkonomiske variabler, og om sammenhengen mellom oljepris og aksjekurser. En kompliserende faktor er at oljeprisendringer kan påvirke makroøkonomien gjennom flere kanaler. I en studie fra IMF (2000) nevnes fem slike kanaler:

- Inntektsoverføringer fra oljekonsumenter til oljeprodusenter.
- Press på profittmarginer som følge av økte produksjonskostnader.
- Sterk økning i prisen på olje kan gi insentiver til utsettelse av investeringsbeslutninger.
- Endringer i strukturen i energimarkedet som følge av endringer i relative priser.
- Virkninger på prisnivå og inflasjon.
- Direkte og indirekte virkninger på finansmarkedene.

En annen kompliserende faktor er at oljemarkedet og økonomien kan ha en gjensidig påvirkning på hverandre (to-veis kausalitet). Makroøkonomiske størrelser kan påvirke oljeprisen og omvendt, se for eksempel Kilian (2009).

Det klassiske bidraget om sammenhengen mellom oljepris og makroøkonomi kommer fra Hamilton (1983). Hamilton peker på at prisen på olje har økt forut for alle nedgangskonjunkturer i USA i perioden 1945–1973, og undersøker mulige forklaringer på denne samvariasjonen. Hamiltons konklusjon er at økning i oljeprisen har drevet nedgangskonjunkturer i USA. Ved hjelp av et utvidet datasett finner ikke Mork (1989) noen samvariasjon mellom fall i oljeprisen og BNP-vekst som har utsagnskraft i statistisk forstand. En forklaring på ulike virkninger av prisfall og prisøkninger kan være at den nega-

tive effekten av en økning i oljeprisen skyldes utsettelse av investeringsbeslutninger.

Lee m.fl. (1995) studerer data som inneholder en lengre periode med store svingninger i oljeprisen. Forfatterne finner at et en stor prisendring på olje har større effekt på realveksten i BNP i perioder der oljeprisen i utgangspunktet er stabil enn i perioder der oljeprisen svinger mye. Forfatterne forklarer resultatet med at det er kostnader knyttet til reallokering av ressurser mellom sektorer. Dersom et oljeprissjokk er stort i forhold til gjeldende prissvingninger, medfører det en kostbar reallokering av ressurser og dermed en lavere økonomisk vekst.

En bred drøfting av de økonomiske effektene av store endringer i energiprisene er gitt av Kilian (2008). Standardtilnærmingen i litteraturen har vært å studere sterke skift i oljeprisen gjennom effektene de har på produksjonsbeslutninger i økonomien. Kilian argumenterer for at etterspørselssiden av økonomien er en mye viktigere kanal for å formidle virkninger av store prisendringer på energi enn tilbudssiden, det vil si at et sterkt skift i prisene på energi har større betydning for etterspørselen etter et selskaps produkter enn for kostnadene ved å produsere dem. Skift i oljeprisen som skyldes frykt for lavere tilbud av olje framover kan, i motsetning til skift som har andre årsaker, ha umiddelbare og store effekter på amerikansk økonomi. Kilian argumenterer også for at det er svakheter i det empiriske belegget for at effektene av oljeprisendringer avhenger av om prisene stiger eller faller.

Kilian (2009) studerer effekter på oljeprisen og realveksten og inflasjonen i USA ved tre ulike typer prissjokk i det globale oljemarkedet:

- betydelig skift i tilbudet av olje målt med prosentvise endringer i global verdensproduksjon av olje,
- betydelig skift i global etterspørsel etter alle typer industrivarer målt ved en indeks for global økonomisk aktivitet, og
- betydelig skift i global etterspørsel etter olje.

Boks 2.4 (forts.)

Modellen estimeres på amerikanske data over perioden 1973–2007. Et viktig resultat er at effekter både på realprisen på olje og den amerikanske økonomien er avhengig av type prissjokk. Studien tydeliggjør at årsaks- og virkningssammenhengen går begge veier mellom oljepris og makroøkonomiske størrelser. Den viser også at de hendelsene som driver oljeprisen kan ha både direkte effekter på amerikansk økonomi og indirekte effekter gjennom sin virkning på oljeprisen. Dette kan forklare ustabilitet i tradisjonelle regresjonsanalyser. Det kan også forklare at sterk økonomisk vekst og et stigende aksjemarked kan falle sammen med økte oljepriser.

Det er få analyser av sammenhengen mellom oljepris og makroøkonomiske størrelser som har et langsiktig perspektiv. Et unntak er Berk og Yetkiner (2013) som studerer den langsiktige sammenhengen mellom energipriser generelt og økonomisk vekst. Analysene er basert på årlige data fra 1978 til 2011 for 15 land. Resultatene viser en negativ langsiktig sammenheng mellom endringer i energipriser og BNP og energikonsument per innbygger. Forfatterne undersøker ikke sammenhengen mellom energipriser og avkastningen i finansmarkedene.

Enkelte studier ser direkte på sammenhengen mellom oljeprisen og aksjemarkedene. Chen m.fl. (1986) undersøker om variasjoner i oljeprisen er en systematisk risikofaktor. Analysen antar implisitt at årsaks- og virkningssammenhengen går fra makroøkonomien til aksjemarkedet. Det forenkler analysen ved at aksjeavkastning kan modelleres som en funksjon av makrovariablene. De variablene som undersøkes er renteforskjellen på lån med kort og lang tid til forfall, forventet og uventet inflasjon, industriproduksjon, renteforskjellen mellom lån med og uten kredittrisiko og oljepris. Analysen finner ikke at forskjeller i selskapers følsomhet overfor oljeprisendringer gir opphav til forskjeller i avkastning. Oljeprisrisiko synes altså ikke å være priset i markedet. En manglende sammenheng kan skyldes at samvariasjonen mellom oljepris og industriproduksjon er høy, slik at effekten av oljeprisendringer kan ligge innbakt i effekten av industriproduksjon. Andre forklaringer kan være at oljeprisen var svært stabil i den tidsperioden som studeres

(1953–1983) eller problemet med omvendt kausalitet.

Jones og Kaul (1996) tester om betydelige oljeprisendringer blir rasjonelt fanget opp i aksjemarkedets forventninger om inntjening og avkastning. Resultatene tyder på at oljeprisendringer leder de fleste makroøkonomiske serier, og at endringene har en ugunstig effekt på BNP og aksjeavkastning. Jones og Kaul finner også at effekten på amerikanske aksjer av oljeprissjokk i sin helhet kan forklares av effekten på selskapenes kontantstrømmer i reelle termer.

Driesprong m.fl. (2008) finner at oljeprisendringer predikerer aksjeavkastning. Investorer reagerer med etterslep og undervurderer effektene av oljeprisendringer på økonomien. Resultatene er sterkest i framvoksende markeder og for en verdensmarkedsindeks. Forfatterne argumenterer for at det er lite trolig at prediksjonseffekten skyldes tidsvariasjon i investorenes risikopremie. For det første er prediksjonseffekten kortvarig. For det andre er det liten samvariasjon mellom oljeprisen og økonomiske størrelser som antas å predikere variasjoner i risikopremien. For det tredje predikerer høyere oljepris lavere aksjeavkastning, noe som er vanskelig å forene med oljeprisendringer som et signal om høyere økonomisk risiko.

Kilian og Park (2009) undersøker sammenhengen mellom oljeprisendringer og avkastning i aksjemarkedet. Også i aksjemarkedet er effektene av oljeprisendringer svært forskjellige avhengig av den underliggende årsaken til prisendringen. Høyere oljepris gir lavere avkastning bare for skift i etterspørselen som er spesifikke for oljemarkedet. Positive skift i aggregert etterspørsel etter industrivarer gir både høyere oljepris og høyere aksjepriser det første året etter skiftet. Betydelige skift i global oljeproduksjon påvirker også aksjemarkedet, men effektene er lavere enn effektene av betydelige skift i etterspørselen. I motsetning til Jones og Kaul (1996) finner Kilian og Park at effekten på aksjeavkastningen av betydelige prisendringer i oljemarkedet delvis gjenspeiler endringer i forventet avkastning og delvis endringer i forventet vekst i utbytte.

2.5 Strategien for ansvarlige investeringer

2.5.1 Bakgrunn

Finansdepartementet ba i januar 2013 Strategirådet for SPU om å vurdere hvordan de samlede ressursene og kompetansen i Finansdepartementet, Etikkrådet og Norges Bank best kan utnyttes for å styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis. I mandatet ble Strategirådet bedt om å bygge på erfaringer med arbeidet så langt, samt å sammenlikne med andre fond. Rådet fikk i oppdrag å vurdere hvordan en kan lukke eventuelle avvik fra beste praksis internasjonalt, slik at fondet blir en pådriver for utviklingen av ansvarlig investeringspraksis. Mandatet åpnet for at Strategirådet kunne foreslå endringer det mener kan styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, herunder operasjonelle og institusjonelle endringer.

Strategirådet for 2013 ble ledet av professor Elroy Dimson (London Business School og Cambridge Judge Business School). Øvrige medlemmer var Idar Kreutzer (administrerende direktør i Finans Norge), Rob Lake (konsulent, tidligere direktør i PRI), Hege Sjø (seniorrådgiver i Hermes Fund Management) og Laura Starks (professor i finans ved University of Texas).

Strategirådet la som del av sitt arbeid opp til en bred og åpen prosess der ulike interessenter fikk anledning til å komme med synspunkter og forslag. Blant annet ble det arrangert to konferanser om ansvarlige investeringer ved henholdsvis Universitetet i Cambridge og Handelshøyskolen BI. Konferansen i Cambridge omhandlet særlig akademisk forskning på området, mens konferansen på BI hadde som formål å invitere frivillige organisasjoner mv. til å gi sitt syn på fondets arbeid med ansvarlig investeringspraksis. Strategirådet har også hatt samtaler og møter med andre fond, porteføljeforvaltere, konsulenter, forskere, frivillige organisasjoner mv. og deltatt på internasjonale fagmøter om ansvarlige investeringer.

Strategirådet la fram sin rapport 11. november 2013. Rapporten ble deretter sendt på høring. I høringsnotatet varslet Finansdepartementet at en vil vurdere hvordan virkemidlene innenfor ansvarlig investeringspraksis kan samles for å sikre en helhetlig bruk av virkemidler. Departementet har mottatt 27 høringsuttalelser.

2.5.2 Dagens rammeverk

Det overordnede målet for investeringene i SPU er over tid å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat risikonivå. Videre er det lagt vekt på at fondet skal følge en ansvarlig investeringspraksis. I mandatet til Norges Bank skriver departementet at en god avkastning på lang sikt antas å være avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, samt velfungerende, legitime og effektive markeder.

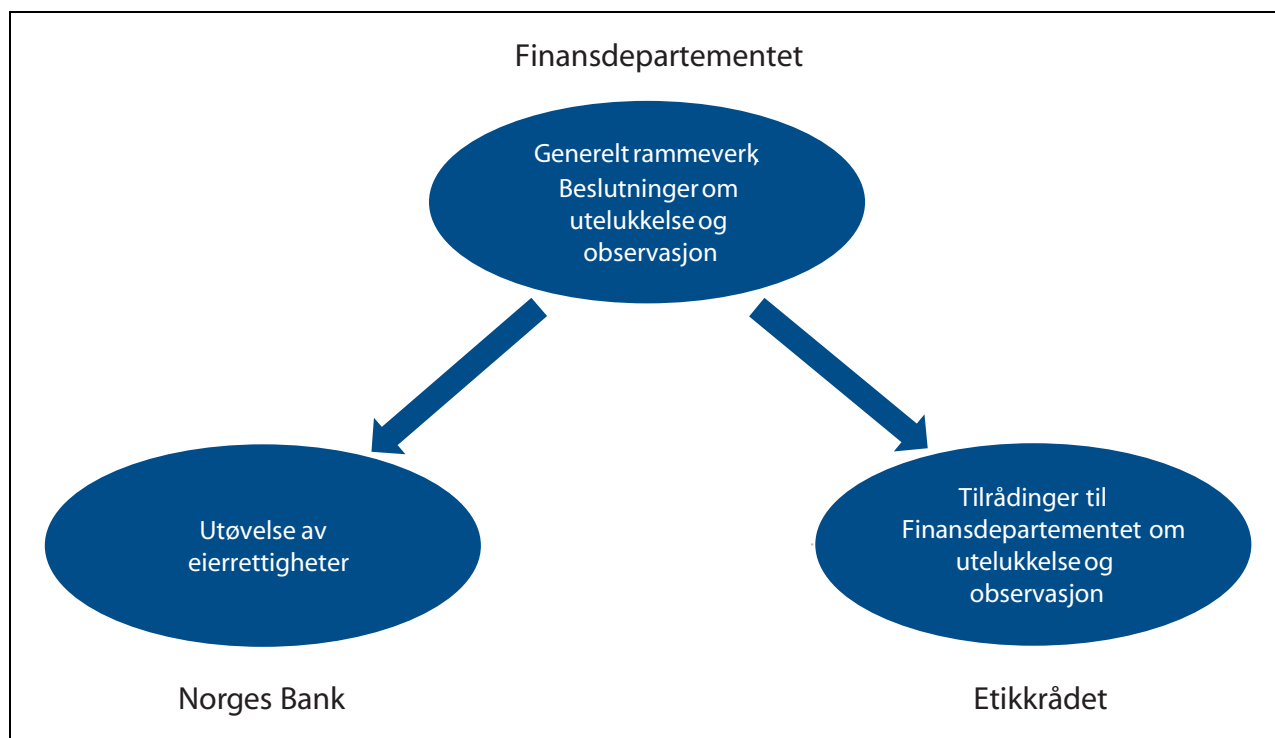
Departementet var tidlig ute med å innføre etiske retningslinjer for forvaltningen, sammenliknet med mange andre fond. Over tid er det blitt lagt større vekt på å integrere hensynet til god selskapsstyring og miljømessige og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksomheten.

Figur 2.7 illustrerer dagens rammeverk for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis i SPU. Etikkrådet arbeider med utgangspunkt i *Retningslinjer for observasjon og utelukkelse* som er fastsatt av Finansdepartementet. Etikkrådet gir råd til departementet om enkeltelskaper som bør observeres eller utelukkes fra fondet. Kriteriene for hvilke normbrudd som skal kvalifisere til utelukkelse er bestemt av politiske myndigheter. Det er departementet som fatter beslutning om å utelukke eller observere selskaper fra fondets investeringsunivers. Norges Bank forvalter fondet basert på *Mandat for forvaltningen av SPU*, fastsatt av departementet. Mandatet slår fast at det er Norges Bank som forvalter fondets eierrettigheter og at banken skal integrere hensynet til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i forvaltningen, jf. boks 2.5. For en nærmere omtale av arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, se omtale i avsnitt 4.5.

2.5.3 Strategirådets anbefalinger

Strategirådet gir i sin rapport en oversikt over målsettinger og strategier for ansvarlig investeringspraksis i andre store fond internasjonalt, og det gjøres rede for forskning om ansvarlige investeringer, jf. omtale i boks 2.5 og 2.6. Videre inneholder rapporten en gjennomgang av dagens system for ansvarlig investeringspraksis.

Rådet har vurdert praksis i sammenliknbare fond, relevant forskning, innspill fra interessenter, problemstillinger som er relevante for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis og dagens styringsstruktur. Med utgangspunkt i disse vurderingene anbefaler Strategirådet at Finansdepartementet endrer mandatet for forvaltningen av SPU som er gitt til Norges Bank. Videre anbefaler Stra-



Figur 2.7 Rammeverket for ansvarlig investeringspraksis i Statens pensjonsfond utland

Kilde: Finansdepartementet.

tegrirådet at arbeidsdelingen mellom departementet, Etikkrådet og Norges Bank endres.

Strategirådet kommer med i alt ti anbefalinger til hvordan departementet kan styrke arbeidet med ansvarlige investeringer i SPU. Anbefalingene tar utgangspunkt i tre pilarer, jf. nedenfor.

Pilar 1: Målsetting og strategier

Strategirådet sier at formålet med pilar 1 er å sikre konsistens i fondets målsettinger, prioriteringer og aktiviteter. Uklare mål eller målkonflikter kan ha uheldige konsekvenser og svekke muligheten for effektiv utnyttelse av ressursene.

Strategirådet anbefaler at mandatet til Norges Bank er så klart som mulig langs tre dimensjoner:

- Finansdepartementet klargjør målsettingen for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis.
- Finansdepartementet pålegger Norges Bank å utvikle og kommunisere ett sett overordnede prinsipper for ansvarlig investeringspraksis.
- Norges Bank pålegges å utvikle og anvende eierskapsstrategier som støtter opp under målsettingen og prinsippene for ansvarlige investeringer.

Det anbefales også at det i mandatet fra departementet stilles krav om at Norges Bank tar initiativ til forskning om problemstillinger som er relevante for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, og som kan være vesentlige for fondets avkastning.

Anbefaling 1: Klargjør målsettingen for ansvarlig investeringspraksis

Strategirådet anbefaler at den grunnleggende målsettingen for fondets ansvarlige investeringspraksis fanger opp følgende tre premisser:

- i. Eieren av fondet har ansvar for å sikre kjøpekraft for framtidige generasjoner gjennom en kostnadseffektiv forvaltning innenfor et moderat risikonivå.
- ii. Kjøpekraften som er tilgjengelig for framtidige generasjoner vil avhenge av den samlede verdiskapningen i selskapene som fondet har eierandeler i. Eieren må derfor forstå vesentlige forhold som kan ha innvirkning på fondets framtidige verdi. Prioriteringene i arbeidet med ansvarlige investeringer bør følge av hvilke initiativer som forventes å ha en materiell innvirkning på fondets finansielle verdi.
- iii. Basert på vurderinger av overlappende konsensus i den norske befolkningen er eier

Boks 2.5 Hva kan vi lære av praksis i andre fond?

Strategirådets rapport viser at mange fond vektlegger rollen som ansvarlig investor, men at motivasjonen for dette varierer. Det er heller ikke én bestemt strategi som brukes av andre fond på dette området. Samtidig viser rapporten at det er visse fellestrekk i oppfatninger om og strategier for ansvarlige investeringer. For eksempel har flere fond uttrykt en tro på at vektlegging av god selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold (såkalte ESG-faktorer)¹ har betydning for verdiskapingen på lang sikt.

I rapporten pekes det på at tydelige prinsipper for ansvarlig investeringspraksis bidrar til å underbygge strategiene som brukes i eierskapsutøvelsen. Prinsippene støtter opp under de forventninger som fondene har til selskapene de er investert i.

Alle fondene Strategirådet har sett på har for eksempel sluttet seg til *Principles for Responsible Investment* (PRI). Dette er prinsipper for hvordan investorer kan ta hensyn til selskapsstyring og miljømessige og samfunnsmessige forhold i kapitalforvaltningen. Det er også utviklet andre prinsipper, retningslinjer og koder for hvordan investorer bør opptre.²

Fondene baserer seg på internasjonale standarder for hvilke forventninger som bør stilles til selskaper, som blant annet *FNs Global Compact* og *OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper*.

Fondene som Strategirådet har sett på bruker generelt flere strategier i sitt arbeid med ansvarlige investeringer. Disse inkluderer porteføljeovervåking, stemmegivning, selskapskontakt, samarbeid med andre eiere, dialog med regulerende myndigheter, fremming av aksjonærforslag, åpenhet, utarbeiding av observasjonslister og utelukkelse.

Fondene betrakter åpenhet som viktig for å bevare tillit til forvaltningen og investeringene. I rapporten pekes det på at hensynet til åpenhet

må ivaretas uten at en samtidig svekker muligheten til å oppnå det overordnede målet. Strategirådet viser til at enkelte fond oppfatter at de har større påvirkningsmulighet gjennom å ha en mer lukket selskapskontakt, mens andre fond offentliggjør navn på selskaper de har kontakt med.

Strategirådet viser til at andre fond i varierende grad bruker utelukkelse av selskaper som virkemiddel. For de fondene som utelukker selskaper, gjelder dette i hovedsak produksjon av bestemte produkter, særlig våpen og tobakk. Det er få utelukkelse på bakgrunn av atferd. I rapporten pekes det på at beslutninger om utelukkelse varierer mellom fond avhengig av særskilte forhold ved det enkelte fond. For fond hvor staten er endelig eier av kapitalen, tas beslutninger om utelukkelse av selskaper av styret i den enheten som har operasjonelt ansvar for forvaltningen av fondet – og dermed på armengdes avstand fra myndighetene. Utelukkelse av selskaper og aktivt eierskap er integrert i andre fond. Strategirådet peker videre på at aktivt eierskap oppfattes å ha mer slagkraft når et selskap kan bli utelukket dersom selskapsdialog ikke fører fram.

Andre fond er opptatt av å forstå effektene og resultatene av sin ansvarlige investeringspraksis. Enkelte fond samarbeider med akademikere og konsulenter for å systematisere slik kunnskap. I rapporten pekes det imidlertid på at den akademiske forskningen på dette området er begrenset. Strategirådet mener det er behov for mer forskning for å forstå de finansielle implikasjonene av strategier for ansvarlig investeringspraksis, og særlig virkningen av å ta hensyn til miljømessige og samfunnsmessige forhold.

¹ ESG står for Environmental, Social and Governance.

² Feks. UK Stewardship Code og International Corporate Governance Network's Principles for Institutional Investors.

Boks 2.6 Lærdom fra forskning om ansvarlige investeringer

Den akademiske forskningen om ansvarlige investeringer er ifølge Strategirådet kommet kortere enn praksis. Det er en omfattende forskning på gevinstene av god selskapsstyring («G»), mens det er betydelig mindre forskning på effekten av miljømessige («E») eller samfunnmessige («S») forhold.

Teori om selskapsstyring sier at selskaper som styres på en god måte også bør ha høyere markedsverdi. Empiriske analyser viser imidlertid mer blandede resultater. Strategirådet peker på at dette kan skyldes at årsakssammenhengen ikke er entydig og at det er andre faktorer som virker inn. Rapporten viser videre at det er begrenset med forskning på sammenhengen mellom miljømessige og samfunnmessige forhold og selskapenes verdi. Teori gir ikke entydig svar på om sammenhengen er positiv eller negativ. Det er også gjennomført få empiriske analyser.

Det er gjort flere studier av i hvilken grad *aktivt eierskap* fra institusjonelle investorer kan bidra til bedre selskapsstyring. Empiriske analyser viser at de selskapene som er gjenstand for selskapskontakt, også er selskaper hvor behovet for endringer, og muligheten for å lykkes, er størst. Strategirådet peker på at slike selskaper ofte er karakterisert ved dårlige resultater, svak selskapsstyring, høyt institusjonelt eierskap og lave eierandeler blant nærstående aktører til selskapet. Aksjonærer som utøver aktivt eierskap, har ifølge Strategirådet større sannsynlighet for å kunne endre selskapsstyringen dersom de kan samarbeide med andre institusjonelle investorer, eller i de tilfeller hvor nærstående til selskapet ikke har høye eierandeler.

Institusjonelle investorer kan velge å ha en åpen eller lukket selskapskontakt i konkrete saker jf. omtale i boks 2.5. Åpen selskapskontakt vil for eksempel være å fremme aksjonærforslag på generalforsamlingen i et selskap der det er behov for endring. Empiriske analyser viser imidlertid at det er begrenset i hvilken grad åpen dialog fører til endringer i selskapene eller bidrar til verdiskaping. Analyser av lukket sel-

skapskontakt viser derimot at enkeltinstitusjoner gjennomgående har lyktes i forsøk på å medvirke til endring i selskapsstyringen og i ledelsesbeslutninger.

I rapporten vises det til at det er begrenset med forskning på effekten av en aksjonærs selskapskontakt om miljømessige og samfunnmessige forhold. Strategirådet mener samtidig at det er tegn til at investorer er mer opptatt av å ta opp slike forhold med selskapenes ledelse enn tidligere. I rapporten vises det også til at forskning viser at institusjonelt eierskap gjennomgående bidrar til bedre selskapsstyring.

Strategirådet peker på at det er forsket lite på gevinstene og kostnadene av å selge seg ut av eller utelukke selskaper. Det er også begrenset med forskning på om det å selge seg ut av selskaper påvirker en investors portefølje. I rapporten vises det til at en portefølje der en har utelukket et stort antall aksjer vil kunne få en annen avkastnings- og risikoprofil enn det den opprinnelige investeringsstrategien tilsier. Strategirådet peker på at fond som SPU har en investeringsstrategi som er basert på å oppnå en avkastning og risiko i tråd med utviklingen i det brede markedet. Rammen for å avvike fra referanseindeksen, som er en beskrivelse av det brede markedet, er derfor begrenset. Større avvik fra referanseindeksen som følge av utelukkelse av selskaper eller sektorer vil føre til at fondets avkastning og risiko endres sammenliknet med det som er utgangspunktet for strategien. Strategirådet peker på at dette i neste omgang kan utløse et behov for å endre investeringsstrategien eller legge mer vekt på aktiv forvaltning, for å kompensere for endringene i porteføljens avkastnings- og risikoegenskaper. Strategirådet peker på at den strategiske referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet og som Stortinget har sluttet seg til ikke nødvendigvis er oppnåelig innenfor gjeldende risikorammer dersom en skulle utelukke et større antall selskaper, eller et mindre antall selskaper med høy markedsverdi.

ansvarlig for å pålegge visse restriksjoner på investeringsstrategien som fondet følger.

Strategirådet understreker at målsettingen for fondet er å maksimere avkastning gitt et moderat nivå på risiko. Fondets aktiviteter innenfor ansvarlige investeringer bør derfor rettes mot verdikøkende aktiviteter. Det bør ikke være et instrument for å oppnå politiske mål. Strategirådet ser samtidig et behov for prinsipper og etiske vurderinger som legger visse restriksjoner på forvaltningen, og som ikke nødvendigvis har positiv finansiell effekt på fondets resultater.

Anbefaling 2: Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis bør integreres i mandatet for forvaltningen av fondet

Strategirådet peker på at det er en sammenheng mellom investeringsstrategien for fondet og virkningen av de ulike eierskapsstrategiene. Det anbefales at grunnleggende beslutninger om ansvarlig investeringspraksis tar utgangspunkt i et overordnet perspektiv og ses i sammenheng med investeringsstrategien. Strategirådet peker på at en framover vil få ny innsikt i problemstillinger innenfor ansvarlige investeringer. Innsikten kan føre til at en vurderer endringer i fordelingen av fondets investeringer. Det anbefales at slike vurderinger bygger på forskning om hvilken effekt slike endringer vil ha på porteføljens avkastning.

Hvordan en integrerer arbeidet med ansvarlig investeringspraksis i forvaltningen, vil ifølge Strategirådet avhenge av utformingen av investeringsstrategien. Dersom fondet følger en strategi basert på å oppnå meravkastning gjennom å avvike fra en bestemt referanseindeks, kan det være nyttig å integrere tilgrensende forhold i investeringsbeslutningene som gjelder enkeltselskaper. Motsatt, dersom investeringsstrategien er basert på indeksforvaltning, vil generelle initiativer rettet mot markedets funksjonsmåte være mer relevante.⁵ Dersom en følger en blanding av ulike investeringsstrategier, vil en mer segmentert strategi for ansvarlig investeringspraksis være mer egnet.

⁵ Eksempler er bedre åpenhet i selskapene, arbeid for rettfærdig forretningspraksis, prising av eksterne virkninger og forbedring av kapitalmarkedets kvalitet og effektivitet.

Anbefaling 3: Utvikle prinsipper for ansvarlige investeringer og la eierskapsstrategiene være basert på disse

Strategirådet anbefaler at fondet styres av ett sett prinsipper for ansvarlig investeringspraksis. Prinsippene bør på overordnet nivå fange opp alle forhold som virker inn på sammenhengen mellom selskapene fondet er investert i og målsettingen om å maksimere langsiktig verdiskaping. Rådet påpeker at prinsippene skal uttrykke fondets forventninger til selskapene.⁶

Formålet med eierskapsstrategiene skal være å følge og utvikle prinsippene for ansvarlig investeringspraksis. Strategirådet anbefaler at fondet bør ha prinsipper for hvordan og når de ulike virkemidlene i eierskapsstrategien skal anvendes, herunder porteføljeovervåking og verifikasjon, stemmegivning, selskapsdialog og selskapskontakt, aksjonærsamarbeid, bruk av aksjonærforslag, kriterier for å selge seg ut av og utelukkelse av selskaper, jf. figur 2.8. Det anbefales også rapportering og vurdering av effekten av disse strategiene.

Strategirådet anbefaler at fondet styres av et prinsipp om at en skal prioritere eierskapsstrategier som forventes å ha en vesentlig effekt på fondets avkastning og risiko.

Anbefaling 4: Ta initiativ til forskning for å øke forståelsen av avkastning og risiko

Strategirådet peker på at fondet har et ansvar for å utvikle en forståelse av hvilke problemstillinger som kan påvirke framtidig avkastning, i tråd med den overordnede målsettingen om å maksimere avkastning gitt moderat risiko. Strategirådet mener at en investor med fondets størrelse vil ha spesielt stor nytte av forskning på dette området.

I rapporten pekes det på at fondet bør ha interesse av forskning som har et potensiale til å fylle kunnskapsgapet om virkningen av ESG-forhold på reelle porteføljeverdier.⁷ Strategirådet mener at fondet bør prioritere studier som kan bidra til fondets langsiktige investeringsstrategi og verdien for framtidige generasjoner. Slik forskning kan gi ny innsikt i blant annet spørsmål

⁶ Dette omfatter formålet med virksomheten, strategier, finansiering, åpenhet, selskapsstyring og håndteringen av nøkkelinteressenter og omgivelsene.

⁷ Eksempler er stabiliteten og virkemåten i det finansielle system, effektene av klimaendringer, ressursknapphet og produktivitet, avskoging og tap av biologisk mangfold, menneske- og arbeidstakerrettigheter, selskapenes skattestrategier og skatteregulering, og samfunnsmessige utviklingstrekk som skjevheter i formue innen og mellom land.

om fordelingen av investeringene, hvor utsatt fondet er for risiko i enkeltsektorer, eventuelt investeringer i nye aktivaklasser mv.

Anbefaling 5: Fondet bør støtte opp om reguleringer og nye standarder som øker porteføljens verdi

Med utgangspunkt i forskning som beskrevet i anbefaling 4 mener Strategirådet at fondet bør støtte ny regulering som kan øke fondets verdiutvikling. Det anbefales at fondet prioriterer initiativer som søker å forbedre selskapers åpenhet, arbeid for å sikre rettferdig selskapspraksis, arbeid for å forbedre kapitalmarkedets funksjonsmåte og at en støtter tiltak som søker å tallfeste kostnader som selskaper påfører miljø og samfunn.

Pilar 2: Åpenhet og ansvarliggjøring

Pilar 2 omfatter anbefalinger om åpenhet om fondets rammeverk for ansvarlige investeringer. Med rammeverk mener Strategirådet det som er styrende for prosessen med å fastsette målsetting, utvikling av prinsipper og eierskapsstrategier. Formålet med denne pilaren er å legge til rette for læring og forbedring av rammeverket, sikre allmenn tillit til forvaltningen og vurdere hvilken grad av åpenhet som gir eierskapsstrategiene størst mulig gjennomslagskraft.

Anbefaling 6: Offentliggjør prinsippene for ansvarlige investeringer og eierskapsstrategiene

Strategirådet peker på at en utfordring for fondet er å finne den rette balansen mellom åpenhet og behovet for å unnta operative forhold fra innsyn.

Det anbefales åpenhet om fondets ansvarlige investeringspraksis, herunder målsetting, prinsipper, retningslinjer og strategier, framfor åpenhet om selskapsespesifikke forhold. I rapporten vises det til at i praksis vil slik åpenhet blant annet innebære at en redegjør for utviklingen av rammeverket for ansvarlige investeringer.

Strategirådet mener en bør legge vekt på åpenhet om prinsipper og tilknyttede eierskapsstrategier. Det anbefales at dette omfatter prosedyrene for hvordan en anvender eierskapsstrategiene. Strategirådet mener at Finansdepartementet i mandatet for SPU bør be Norges Bank utvikle og offentliggjøre prinsipper for anvendelsen av virkemidlene i eierskapsstrategien. Det påpekes samtidig at offentlig rapportering om pågående selskapskontakt kan være ødeleggende for framtidige dialoger. For å ivareta hen-

synet til åpenhet foreslås det at Norges Bank rapporterer mer aggregert om pågående selskapskontakt.

Anbefaling 7: Rapportering om virkningen av strategien for ansvarlige investeringer

Strategirådet peker på at forståelse av virkningen av eierskapsstrategiene er en forutsetning for forbedring og effektiv ressursbruk. Det kan være behov for å endre prioriteringer dersom omgivelsene endrer seg eller strategiene er mindre effektive enn det en har lagt til grunn. Strategirådet mener at offentliggjøring og åpenhet om slike vurderinger kan styrke tilliten til fondets arbeid med eierskapsstrategier. En kultur for åpenhet er ifølge Strategirådet nødvendig for å sikre en effektiv evaluering av virkningen av eierskapsstrategiene og for å legge til rette for læring. Strategirådet mener at fondet, ved å dele innsikt av denne typen, vil kunne innta en lederrolle innen arbeidet med ansvarlig investeringspraksis.

Pilar 3: Integrere fondets arbeid med ansvarlige investeringer

Strategirådet skriver at formålet med pilar 3 er å gi råd om hvordan ressursene og kompetansen i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis best kan utnyttes for å oppnå målsettingen gjennom strategiene og prinsippene det legges opp til i anbefaling 1. Strategirådet presiserer at en med dette ikke bare mener en kostnadseffektiv ressursutnyttelse. Vel så viktig er den endelige effekten av prinsippene og eierskapsstrategiene, slik dette er beskrevet i anbefaling 3. Rådet mener det er behov for strukturelle endringer i fondets arbeid med ansvarlig investeringspraksis dersom en skal kunne gjennomføre anbefalingene i pilar 1 og 2.

Anbefaling 8: Beslutninger om utelukkelse bør bli en del av en integrert kjede av virkemidler i eierskapsutøvelsen

Strategirådet anbefaler at beslutninger om utelukkelse av selskaper på grunn av selskapers atferd bør bygge på prinsippene for fondets arbeid med ansvarlig investeringspraksis og at slike beslutninger bør tas etter at alle andre virkemidler er blitt vurdert. Det pekes på at dagens retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper derfor bør integreres med de nye prinsippene for ansvarlig investeringspraksis. Strategirådet peker samtidig på at eierskapsstrategier generelt sett ikke er hensiktsmessig for produktbaserte utelukkelse.

Strategirådet mener at det å anvende en kjede av virkemidler vil støtte opp under motivene for utelukkelse basert på atferd på en bedre måte enn i dag, se figur 2.8. Videre mener Strategirådet at en bør unngå dobbeltarbeid i Etikkrådet, Norges Bank og i noen grad i Finansdepartementet. Strategirådet mener at ressursene og kompetansen i disse institusjonene bedre kan utnyttes hvis de samles.

En konsekvens er at det vil være behov for å endre organiseringen av arbeidet med ansvarlig investeringspraksis og beslutningsprosessen rundt dette. Strategirådet anbefaler at styret i Norges Bank fastsetter prinsipper og eierskapsstrategier basert på mandatet fra Finansdepartementet. Hovedstyret bør i tilknytning til dette også ta beslutningene om utelukkelse av selskaper innenfor rammene som gjelder for formell utelukkelse av selskaper. Rådet mener en fordel med å flytte utelukkelsesmekanismen fra Finansdepartementet til Norges Bank er at en oppnår en mer slagkraftig eierskapsutøvelse og unngår problemene med overlappende roller og de øvrige utfordringer, herunder den operasjonelle risikoen, som er iboende i dagens organisering og som departementet er utsatt for.

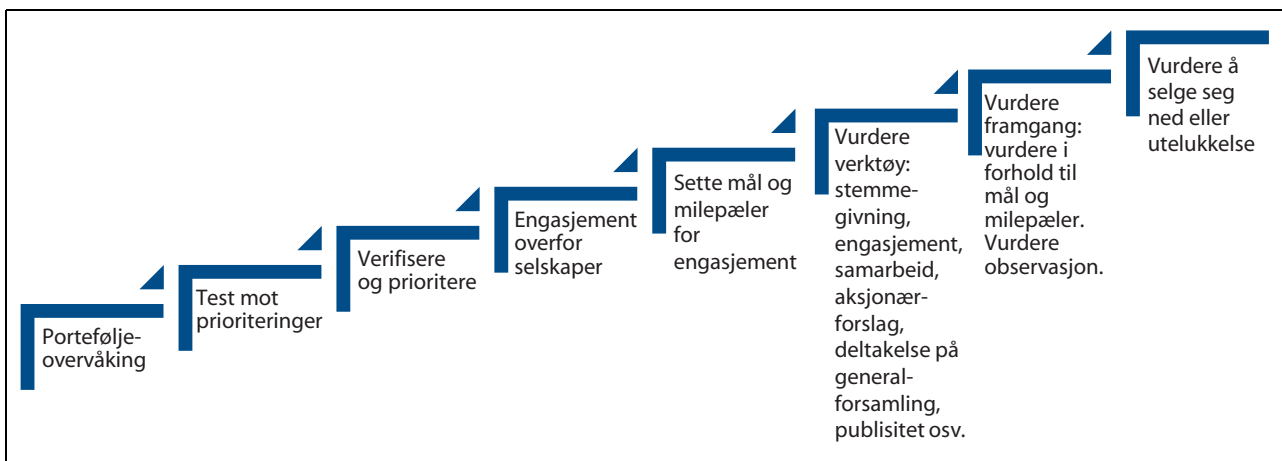
Anbefaling 9: Deleger beslutninger om utelukkelse til Norges Bank

Strategirådet peker på at ansvarliggjøring krever en klar ansvars- og rolledeling, en styringsstruktur som sikrer åpenhet om målsettinger, prosedyrer og aktiviteter, og et effektivt rammeverk for rapportering. Figur 2.9 illustrerer hvordan en kan delegere beslutninger nedover i systemet og ha rapportering oppover.

Strategirådet peker på at Finansdepartementet som eier av fondet er ansvarlig for det overordnede rammeverket for arbeidet med ansvarlige investeringer i SPU. Eier har blant annet ansvar for prosessen med å definere målsettinger og å forstå sammenhengen mellom investeringsstrategien og målsettingene. Basert på denne forståelsen skal departementet ifølge Strategirådet utarbeide et mandat til Norges Bank som tar utgangspunkt i målsettinger for ansvarlig investeringspraksis (anbefaling 1) og vurderinger av konsekvensen for fondets investeringsstrategi (anbefaling 2).

Strategirådet peker på at beslutninger om å selge seg ut av eller utelukke selskaper påvirker fondets investeringsunivers og at kriteriene for slike beslutninger derfor bør være eksplisitt i mandatet fra departementet. I rapporten vises det til at anbefaling 3 innebærer at departementet skal pålegge Norges Bank å utvikle prinsipper for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis. Dette vil være prinsipper som danner grunnlag for bankens eierskapsstrategier. Strategirådet peker på at banken i tillegg skal pålegges å innarbeide kriteriene om etisk utelukkelse av selskaper i prinsippene for ansvarlig investeringspraksis.

Det pekes også på at mandatet fra departementet bør inneholde krav om rapportering om både anvendelsen av prinsippene for ansvarlig investeringspraksis og vurderinger av virkningen av eierskapsstrategiene. Det vises videre til at anbefaling 4 innebærer at Norges Bank skal ta initiativ til forskning om hvordan ansvarlig investeringspraksis påvirker fondets avkastning. Strategirådet mener at denne forskningen vil være nyttig for prosessen med å evaluere mandatet fra departementet og i vurderinger av koblingen til



Figur 2.8 Illustrasjon av kjede av virkemidler

Kilde: Strategirådet for SPU (2013).



Figur 2.9 Rapportering og rammeverk for ansvarlig investeringspraksis

Kilde: Strategirådet for SPU (2013).

den øvrige investeringsstrategien. Strategirådet mener at Finansdepartementet, som eier av fondet, bør rapportere om resultatene av dette arbeidet til Stortinget.

Strategirådet viser til at hovedstyret i Norges Bank bør ha ansvaret for å fastsette strategier for gjennomføring av forvaltningen, utvikle prinsipper for ansvarlig investeringspraksis og fatte beslutninger om bruk av eierskapsstrategier (anbefaling 3). Rådet viser til at enkelte av prinsippene for ansvarlige investeringer krever utfyllende retningslinjer, og mener at disse bør utvikles av Norges Bank Investment Management (NBIM).

I rapporten vises det til at anbefaling 9 innebærer at hovedstyret i Norges Bank vil ha ansvar for å utelukke selskaper og finne en hensiktsmessig grad av åpenhet rundt slike beslutninger. Strategirådet peker på at banken i enkelte tilfeller vil selge seg ut av selskaper som bryter med prinsippene for ansvarlig investeringspraksis, basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko. Slike beslutninger kan for eksempel bygge på at utelukkelse er siste ledd i en kjede av virkemidler, jf. figur 2.8. Strategirådet peker på at en konklusjon om at den finansielle risikoen ikke forsvares å eie visse type selskaper, faller inn under de generelle rammene for forvaltningen som er delegert til Norges Bank og som rapporteres regelmessig. Det pekes på at det også kan være tilfeller hvor selskaper bryter med visse kriterier fastsatt i mandatet fra departementet, og at slike utelukkelse bør være gjenstand for beslutninger i hovedstyret i banken.

Anbefaling 10: Sikre ansvarliggjøring og sammenfallende interesser

Strategirådet peker på at anbefaling 8 og 9 innebærer at hovedstyret i Norges Bank vil få økt ansvar for forvaltningen av fondet. En konsekvens av anbefalingene er at Norges Bank vil bli pålagt å treffe beslutninger som kan redusere fondets avkastning samt at det vil påløpe kostnader med dette arbeidet som ikke vil bidra til å øke fondets verdi. Strategirådet viser blant annet til at Norges Bank vil ha behov for å knytte til seg ekspertise og ressurser som i dag ikke finnes i bankens organisasjon. For at Norges Bank skal ha de rette insentiver til å følge bestemmelsene i mandatet fra Finansdepartementet på en effektiv måte, mener Strategirådet at eier bør justere for kostnader ved ikke-finansielt motivert arbeid i resultat-evalueringen av banken. Strategirådet mener at eier også bør spesifisere at hovedstyret i Norges Bank har behov for ekspertise for å håndtere nye oppgaver.

I rapporten er det listet opp tiltak som kan øke graden av ansvarliggjøring og gi insentiver til å motvirke iboende interessekonflikter mellom finansielle og ikke-finansielle mål i mandatet:

- *Justering av referanseindeksen:* Strategirådet mener at referanseindeksen bør justeres for å ta hensyn til utelukkelse av selskaper basert på ikke-finansielle kriterier.
- *Måle ressursbruk:* Strategirådet mener at en bør identifisere kostnadene ved å analysere, verifisere og forberede dokumentasjon om mulige

brudd på prinsippene for ansvarlige investeringer, og at slike kostnader bør trekkes fra forvaltningskostnadene for fondet.

- *Relevant ekspertise:* Strategirådet viser til at Etikkrådet besitter verdifull ekspertise om forhold som i dag er en del av retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Det anbefales at disse retningslinjene integreres i mandatet fra eier til hovedstyret i Norges Bank. Hovedstyret vil ha ansvar for å operasjonalisere mandatet og vil derfor ha behov for relevant ekspertise. Strategirådet mener at dette for eksempel kan sikres ved å opprette en komité utpekt av hovedstyret i Norges Bank, som gir råd og anbefalinger i spørsmål om utelukkelse. Strategirådet mener videre at kunnskapen og kompetansen som er opparbeidet i sekretariatet i Etikkrådet bør utnyttes og integreres i NBIM.
- *Anvend effektive tilsynsfunksjoner:* Strategirådet peker på at Norges Banks arbeid med fondets prinsipper for ansvarlig investeringspraksis og eierskapsstrategiene bør være gjenstand for internkontroll i tråd med de generelle tilsynsfunksjonene i banken. Strategirådet mener at rapporter fra slike kontroller bør gjøre eier av fondet i stand til å vurdere hvorvidt mandatet følges på en god måte.
- *Åpenhet og rapportering:* Strategirådet mener at økt åpenhet om hvordan Norges Bank arbeider med investeringsprinsipper og påfølgende eierskapsstrategier i seg selv vil bidra til ansvarliggjøring overfor eier og befolkningen.

Strategirådet mener at anbefalingene i rapporten vil bidra til å styrke SPUAs arbeid med ansvarlig investeringspraksis ytterligere. Videre at en mer samlet tilnærming vil gi fondet økt slagkraft og gjøre strategien for ansvarlig investeringspraksis mer innflytelsesrik. Dette vil ifølge Strategirådet oppnås gjennom å integrere ressursene og kunnskapen som er utviklet i Etikkrådet og Norges Bank, ved å utnytte et overordnet sett med prinsipper for ansvarlig investeringspraksis og ved å ha en felles prosedyre for eierskapsaktiviteter som inkluderer porteføljeovervåking og analyser. Strategirådet peker på at anbefalingen om å initiere forskning på områder som er relevante for langsiktig avkastning og initiativer knyttet til regulatoriske problemstillinger vil styrke dette arbeidet ytterligere.

Strategirådet mener at anbefalingene vil bidra til at fondet fortsatt vil være ledende innen ansvarlig investeringspraksis for store, bredt diversifiserte investorer. Videre at dette vil styrke legitimiteten til fondet i den norske befolkningen og blant

interessenter for øvrig. Strategirådet mener også at anbefalingene vil lede Finansdepartementet og Norges Bank mot en ansvarlig investeringspraksis som øker fondets verdi.

2.5.4 Høringsuttalelser

Norges Bank skriver i sin høringsuttalelse at hovedlinjene i Strategirådets anbefalinger er gjennomførbare og at de vil bidra til en mer helhetlig tilnærming i eierskapsarbeidet. Banken mener at den skisserte utviklingen vil styrke fondets profil som en ansvarlig investor. Det uttrykkes støtte til anbefalingen om å klargjøre målsettingen for ansvarlige investeringer, herunder beskrivelsen av hvilke premisser som bør ligge til grunn. Norges Bank mener et mandat med en tydelig målsetting vil legge til rette for effektiv måloppnåelse og rapportering, og at det vil styrke mulighetene fondet har til å framstå med en klar profil overfor selskaper og land der det er investert.

Banken deler Strategirådets vurderinger om at fondets aktiviteter innenfor ansvarlige investeringer bør rettes mot verdiøkende aktiviteter, og ikke være instrumenter for å oppnå andre selvstendige mål. Det pekes videre på at anvendelse av virkemidler innen ansvarlig investeringspraksis må ses i sammenheng med fondets overordnede investeringsstrategi og porteføljens sammensetning. En integrert tilnærming vil ifølge banken styrke mulighetene til å nå den overordnede målsettingen for forvaltningen.

Norges Bank er enig i anbefalingen om å integrere rammeverket for ansvarlig investeringspraksis i mandatet. Banken støtter videre forslaget om å utvikle prinsipper for ansvarlige investeringer og la eierskapsstrategiene være basert på disse. Det vises til at banken arbeider løpende med å utvikle prinsipper som dekker bruken av virkemidler innen ansvarlig investeringspraksis og mer overordnede prinsipper som blant annet uttrykker forventninger overfor selskaper. Banken er enig i at slike prinsipper kan understøtte fondets opptreden som en forutsigbar eier og investor, og vil kunne bidra til en forenkling i kommunikasjon med selskaper.

Norges Bank er enig i at det kan være behov for ytterligere forskning for å øke forståelsen av hvilke problemstillinger som kan påvirke framtidig avkastning. Banken sier den vil aktivt bidra til dette, blant annet gjennom det norske finansinitiativet (NFI). Norges Bank deler også synet om at fondet bør støtte reguleringer og nye standarder som antas å øke porteføljens verdi. Banken viser samtidig til Strategirådets bemerkning

at selv om sammenhengen mellom selskapsstyring og finansiell verdi er dokumentert i forskning, er tilsvarende sammenheng når det gjelder miljømessige og samfunnsmessige forhold ikke i samme grad dokumentert.

Norges Bank støtter anbefalingen om å offentliggjøre prinsippene for ansvarlige investeringer og eierskapsstrategiene. Banken er samtidig enig i Strategirådets bemerkning at offentlig rapportering om pågående selskapskontakt kan virke mot sin hensikt og være ødeleggende for framtidige dialoger. Hensynet til åpenhet bør ifølge banken derfor tilsi at en rapporterer mer aggregert informasjon om slik kontakt.

Norges Bank er enig i at informasjon som kan belyse virkningen av eierskapsutøvelsen kan fremme effektiv ressursbruk. Samtidig pekes det på at det i mange tilfeller vil være vanskelig å vise til konkrete resultater av aktivt eierskap, for eksempel fordi et selskap gjerne vil framstille positive endringer som initiert av selskapet selv heller enn resultat av påtrykk fra investorer. Banken sier likevel at analyser av effekten av ansvarlig investeringspraksis er noe den vil legge vekt på i det videre arbeidet. Norges Bank har som målsetting å være åpen om aktiviteter, prosesser og metoder, og vil utvide rapporteringen om ansvarlig investeringspraksis.

Norges Bank støtter anbefalingen om at utelukkelse bør bli en del av en integrert kjede av virkemidler i eierskapsutøvelsen. Fondets størrelse og betydning som investor har økt de siste årene. Banken viser til at forventninger fra markedsaktører, selskaper og vertsløstilsier at det er vanskelig å holde de ulike virkemidlene tydelig fra hverandre. Utelukkelse som del av en integrert kjede av virkemidler i eierskapsutøvelsen vil etter bankens vurdering styrke fondets muligheter for langsiktig påvirkning.

Banken merker seg også at Strategirådet peker på at eierskapsstrategier ikke generelt er hensiktsmessig for produktbaserte utelukkelse. Produktbaserte uttrekk kan gjennomføres ved at retningslinjene tydelig fastsetter hvilke produkter som anses som uakseptable. Samtidig må det angis hva som kreves for å kunne si at et selskap deltar i produksjon av disse produktene, noe som kan være et vanskelig spørsmål. Norges Bank vurderer at det er mulig å samle virkemidlene i den operative forvaltningen av fondet. Banken mener en slik løsning er en naturlig konsekvens av vurderingene knyttet til Strategirådets anbefaling 8, og at den også er mer vanlig innen kapitalforvaltning generelt og andre fond det er naturlig å sammenligne seg med.

Norges Bank legger til grunn at en eventuell beslutning om å samle virkemidlene i den operative forvaltningen av fondet tar hensyn til overordnet ansvars- og rolledeling. Det pekes på at banken må ha tilstrekkelig grad av frihet til å organisere og gjennomføre forvaltningsoppdraget på en mest mulig hensiktsmessig måte, herunder beslutninger om interne strukturer.

Banken mener at forslaget fra Strategirådet om at enkelte kostnader skal trekkes fra forvaltningskostnadene ikke er hensiktsmessig da det vil gi unødig kompleksitet. Det er også mindre naturlig i en integrert modell hvor formålet med eierskapsutøvelsen er å bidra til høyest mulig avkastning på lang sikt.

Etikkrådet skriver at rådets høringsinnspill først og fremst behandler spørsmål om håndteringen av enkeltelskaper i fondet. Etikkrådet peker i sin høringsuttalelse på at offentlige begrunnelser har vært et av de viktigste elementene i den nåværende ordningen. Etikkrådet kan ikke se at Strategirådets forslag vil føre til større åpenhet om ivaretagelsen av etiske hensyn i forvaltningen av fondet. Videre vises det til at Strategirådet mener fondets overordnede økonomiske målsetting skal være styrende for eierskapsarbeidet. Etikkrådet mener at Norges Bank med et slikt mandat trolig i liten grad vil ha dialog med enkeltelskaper om etiske utfordringer og stiller spørsmål ved om det er ønskelig.

Etikkrådet mener at utelukkelsene av selskaper fra fondet har redusert risikoen for at fondet medvirker til grove normbrudd. Det pekes på at Etikkrådets tilrådinger er offentlige og derfor er utførlig begrunnet. Etikkrådet mener dette har styrket fondets legitimitet og har vært med på å bidra til internasjonal normutvikling. Etikkrådet opplever at finansinstitusjoner, interesseorganisasjoner og andre har tillit til informasjonen i rådets tilrådinger og til at rådet tar opp saker som er relevante. Flere investorer, både i Norge og internasjonalt, følger Etikkrådets tilrådninger, enten ved å utelukke de samme selskapene eller ved å bruke tilrådingene som utgangspunkt for egne prosesser. Videre bruker interesseorganisasjoner tilrådingene for å påvirke selskaper. Etikkrådet viser til at tilrådingene også blir diskutert i litteratur og forskning om selskapers samfunnsansvar.

Etter Etikkrådets oppfatning ligger påvirkningskraften ved utelukkelse og tilrådninger i kombinasjonen av at fondet er en stor aktør, at det er høy terskel for utelukkelse med klare og relativt få kriterier, at tilrådingene er grundige og vel-dokumenterte og at de offentliggjøres.

Som utfordringer peker Etikkrådet på at det ofte tar lang tid fra Etikkrådet avgir en tilråding til den er avgjort av Finansdepartementet, særlig i atferdssaker. Det gjør at tilrådingene ikke er oppdaterte når de offentliggjøres, at selskaper blir for lenge i fondets investeringsunivers, og at påvirkningsmulighetene ikke utnyttes mens tilrådingen er til behandling i Finansdepartementet. Videre mener Etikkrådet at retningslinjene er slik at det er en gråsoner av saker som ikke fullt ut kvalifiserer for utelukkelse, men som Norges Bank heller ikke griper fatt i av hensyn til fondets langsiktige avkastning. Etikkrådet peker også på at det ikke er noen samordning i virkemiddelbruken slik at en blir enig om hvordan det enkelte selskap skal behandles. Rådet mener at arbeidsdelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank er mindre tydelig nå enn da ordningen ble etablert.

Etikkrådet mener at Finansdepartementet må fastsette målsettinger for utelukkelse av selskaper, for eierskapsutøvelse på etisk grunnlag og for ivaretagelse av klimahensyn.

Det vises til at Strategirådets forslag innebærer en videreføring av dagens målsetting om å maksimere fondets avkastning innenfor et moderat risikonivå og å unngå visse investeringer på etisk grunnlag. Etikkrådet mener at dersom Finansdepartementet ønsker at flere enkelt-selskaper skal håndteres gjennom eierskapsutøvelse, er det uhensiktsmessig å videreføre den samme målsettingen. Etikkrådet mener at hovedformålet med utelukkelse fortsatt bør være å unngå fondets medvirkning til særlig grove etiske normbrudd. Det pekes på at det fortsatt må være de groveste normbruddene som skal være grunnlag for utelukkelse fra fondet, og at mandatet må være tydelig på dette. Etikkrådet mener en bør holde fast ved kriteriene for utelukkelse, ikke bare fordi de er uttrykk for en overlappende konsensus i Norge, men også fordi kriteriene reflekterer en minstestandard det er bred enighet om gjennom internasjonale avtaler og normer.

Etikkrådet mener Finansdepartementet må ta standpunkt til om fondet skal forholde seg til selskaps-spesifikke problemer som i utgangspunktet ikke vil føre til utelukkelse. For å sikre sammenhengen i virkemiddelbruken mellom utelukkelse på etisk grunnlag og den videre eierskapsutøvelsen mener Etikkrådet at Finansdepartementet derfor må stille eksplisitt krav om at Norges Bank skal ta tak i slike problemstillinger gjennom en dialog med enkelt-selskaper. Etikkrådet mener at departementet må fastsette en klar separat målsetting for fondet om eierskapsutøvelse på etisk grunnlag, og at det vil sikre at forvaltningen utfø-

res i tråd med de stadig økte internasjonale kravene til ansvarlig forvaltning.

Etikkrådet mener at også klimaspørsmålet bør adresseres i prosessen som pågår med Strategirådets rapport. Det pekes på at det er vanskelig å tilordne klimaødeleggelser til konkrete selskaper i porteføljen så lenge det internasjonale avtaleverket legger opp til at nasjonalstatene skal bestemme hvordan deres utslipp skal fordeles. Etikkrådet har så langt ikke gitt råd om å utelukke noen selskaper fra fondet alene på grunn av klimaødeleggelser, og viser til at det i liten grad har brukt dette som tilleggskriterium.

Etikkrådet mener det synes rimelig å legge til grunn at klimaødeleggelser vil ha økonomiske konsekvenser for fondet, og viser til at Finansdepartementet har tatt grep både for å kartlegge klimakonsekvenser og for å vri investeringene i klimavennlig retning. Etikkrådet mener at Finansdepartementet fortsatt må være tydelig på at fondet skal ta hensyn til klimatrusselen i sine investeringer. For at dette skal få nødvendig tyngde, er det nødvendig at departementet beskriver målsetting og strategi for arbeidet.

Etikkrådet skriver at Strategirådet har foreslått at det ikke lenger skal gis offentlige begrunnelser for at selskaper utelukkes fra fondet. Etikkrådet mener offentlige begrunnelser er viktige. Etikkrådet mener at offentliggjøring av tilrådingene kommuniserer til andre selskaper hvordan fondet vurderer ulike typer aktivitet. Etikkrådet mener at dagens ordning med grundige offentlige begrunnelser for fondets utelukkelse er normdannende. Det vises til at det internasjonalt finnes en rekke retningslinjer og forventninger til selskaper, men få konkrete eksempler på hvordan disse retningslinjene kan anvendes. De offentlige tilrådingene bidrar ifølge Etikkrådet til den internasjonale diskusjonen om hvilke forventninger som kan stilles både til selskaper og fond.

Hensynet til fondets legitimitet tilsier også etter Etikkrådet syn at det må rapporteres hvordan prinsipper og strategier omsettes til konkrete handlinger som berører enkelt-selskaper og problemområder i porteføljen. Dette innebærer offentliggjøring både av hvilke selskaper Norges Bank har en dialog med, hvilke problemstillinger som er tatt opp i dialogen, og begrunnelser for utelukkelse fra fondet.

Etikkrådet er enig i at beslutningene om utelukkelse ikke lenger behøver å tas av departementet. Rådet mener likevel at det er viktig at beslutningene om utelukkelse er uavhengige av de økonomiske vurderingene. Etikkrådet mener dette ikke synes å være tilstrekkelig ivare tatt ved

forslaget om å flytte beslutningene om utelukkelse til hovedstyret i Norges Bank. Uavhengigheten av økonomiske vurderinger vil ifølge Etikkrådet kunne sikres ved at Finansdepartementet fortsatt har ansvaret for å oppnevne et etikkråd som har sitt eget sekretariat og som gir råd til hovedstyret i saker om uttrekk.

Etikkrådet mener at Finansdepartementet må vurdere organiseringen av arbeidet med ansvarlige investeringer mer inngående. Dersom Norges Bank får et mandat om å drive eierskapsutøvelse på etisk grunnlag, mener Etikkrådet at det kan være hensiktsmessig å legge rådets sekretariat inn i banken. Etikkrådet mener at organisasjonsmodellen må sikre at banken har kompetanse og insentiver til å arbeide i tråd med mandatet, og at det må etableres et kontrollsystem som sikrer at mandatet utøves i samsvar med hensikten. Det vises til at slik kontroll kan skje ved at et Etikkråd, oppnevnt av Finansdepartementet, avgir årlige offentlige rapporter til departementet om sin virksomhet. Etikkrådet peker videre på at dersom departementet ikke mener fondet skal ta opp etiske problemer i enkeltelskaper dersom det ikke følger av en økonomisk målsetting for arbeidet med ansvarlige investeringer, så er det ikke hensiktsmessig å legge Etikkrådets sekretariat inn i banken. Da kan Etikkrådet fortsette som i dag, men avgi tilrådingene til Norges Bank i stedet for departementet. Etikkrådet er ellers enig med Strategirådet i at det, uavhengig av modell, må være et eget budsjett for denne virksomheten.

Departementet har videre mottatt høringsinnspill fra *kapitalforvalterne* Storebrand, KLP og Folketrygdfondet. Det framgår av høringsinnspillene at en ser det som meget positivt at det tas initiativ for ytterligere å styrke arbeidet med ansvarlige investeringer i fondet. Strategirådets arbeid anses som grundig, både prosessen og anbefalingene. Flere av forvalterne har positive erfaringer med flere av anbefalingene som Strategirådet fremmer. De deler også rådets syn om at et grunnleggende rammeverk for ansvarlige investeringer (motivasjon, mandat, prinsipper, strategier og evaluering) er svært viktig for å sikre resultater, forutsigbarhet, tydelighet, konsistens, legitimitet mv. Forvalterne er samtidig enig i at det er behov for økt forskning på finansielle effekter av ansvarlige investeringsstrategier.

Storebrand oppfordrer til å studere spesifikke temaer eller indikatorer og ikke generelle effekter av ESG. Det påpekes at antallet, vekten og kvaliteten på bærekraftsindikatorer varierer sterkt. Storebrand peker videre på sin erfaring med at konsekvensen av utelukkelse av et større

antall selskaper for avkastnings- og risikoegenskaper kan motvirkes gjennom tilpasninger i den gjenværende delen av porteføljen. Storebrand synes det er positivt at rådet vektlegger åpenhet om mål, prinsipper og strategier. Selskapet mener at de positive konsekvensene som summen av rådets anbefalinger om en helhetlig og robust modell for ansvarlige investeringer vil gi, klart oppveier for den begrensingen som anbefales for innsyn i selskapsspesifikke forhold. De positive konsekvensene antas videre å ville redusere dette behovet.

KLP trekker fram at beslutninger om graden av åpenhet om selskapsspesifikke forhold ikke bør overlates til styret i Norges Bank. Forvalterne støtter forslaget om delegerer beslutninger om utelukkelse til Norges Bank og mener en integrert kjede av virkemidler vil bidra til en mer smidig og virkningsfull ansvarlig investeringspraksis. Storebrand viser til sin erfaring med at utelukkelse kan være svært effektivt verktøy i dialog med selskaper når det er siste ledd i en kjede av virkemidler. Det påpekes at man bør vri debattens kjerne fra de få selskapene en utelukker og over på kvaliteten i hva fondet faktisk eier. KLP påpeker at det har udelt positive erfaringer med å justere referanseindeksen for utelukkelse av selskaper basert på ikke-finansielle kriterier. Folketrygdfondet påpeker særskilt at dersom Norges Bank får ansvar for utelukkelse, så må det foretas en grundig vurdering av hvilke konsekvenser det får for Folketrygdfondets eierskap i selskaper i samme investeringsunivers.

Departementet har også mottatt høringsuttalelser fra enkeltpersoner ved flere *akademiske institusjoner*. Rektor Eva Liljebloom ved Svenska handelshögskolan Hanken og Professor Paul Ehling ved BI Norwegian Business School. Videre har Norsk senter for menneskerettigheter ved Universitetet i Oslo avgitt høringsuttalelse.

Liljebloom støtter det foreslåtte rammeverket (motivasjon, mandat, prinsipper og strategier). Med hensyn til fondets størrelse og manglende forskning rundt effekter av ESG, støttes forslaget om at man foretar en prioritering av eierskapsarbeidet etter antatt vesentlighet for porteføljens avkastning og risiko. Liljebloom påpeker at man må unngå å gjøre beslutningene politiske, og at man derfor bør gjøre dem mest mulig «mekaniske». Det vises til at en bør søke å rapportere avkastning av referanseindeksen både med og uten utelukkelse for å kunne følge opp kostnader og eventuelle risikokonsekvenser ved en ansvarlig investeringsstrategi. Både Liljebloom og Ehling påpeker at for å kunne gjennomføre den foreslåtte

strategien for ansvarlige investeringer er det viktig å åpne for å delegerer beslutningene om utelukkelse til Norges Bank.

Ehling mener det ikke er nødvendig, og mest sannsynlig heller ikke mulig, å sikte mot beste praksis og å være i front av et generelt begrep som ansvarlig investeringspraksis. Beste praksis er vanskelig å definere og innholdet er avhengig av motivasjonene for arbeidet. Det påpekes videre at det er vanskelig å måle ESG. Det bør uansett være tilstrekkelig å rapportere indeksresultat, justert indeksresultat (hensyntatt utelukkede selskaper) og faktisk fondsresultat.

Norsk senter for menneskerettigheter mener menneskerettslige hensyn, herunder Norges internasjonale forpliktelser og hvordan disse skal ivaretas, står relativt svakt i Strategirådets vurderinger. Menneskerettighetssenteret mener det må avklares om Norges Bank på en tilfredsstillende måte vil ivareta hensynet til menneskerettigheter før forslaget om avvikling av Etikkrådets uavhengige rolle med hensyn til utelukkelse kan støttes. Etikkrådet eller annen kontrollmekanisme må ifølge menneskerettighetssenteret gis mandat, kompetanse, myndighet og ressurser som sikrer uavhengig overvåking av om Norge gjennom forvaltningen av fondet overholder sine internasjonale forpliktelser.

Departementet har mottatt høringsuttalelser fra *andre aktører i næringsliv og samfunn*: Landsorganisasjonen i Norge (LO), Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO), Finans Norge, FAFO institutt for anvendte internasjonale studier, Fellesforbundet og Finansforbundet. *NHO* støtter Strategirådets anbefaling. *NHO* understreker betydningen av at en holder fast ved fondets finansielle formål. *NHO* skriver at fondets aktiviteter innenfor ansvarlige investeringer bør rettes mot verdiøkende aktiviteter og ikke være et instrument for å oppnå politiske mål. *NHO* støtter forslagene til organisasjonsmessige endringer både av hensyn til ressursbruken og for lettere å unngå at operative beslutninger utad oppfattes som den norske stats syn på et selskap eller et land. *LO* advarer på sin side mot de institusjonelle forslagene og mener beslutningsansvaret må ligge i Finansdepartementet. *LO* skriver at det vil bidra til å opprettholde nødvendig kompetanse i departementet. *Fellesforbundet* mener det etiske arbeidet er grunnleggende politisk og at fondet skal «bruke sin makt til oppfylle de etiske retningslinjene, ikke bare i egen forvaltning, men også på globalt nivå». *Fellesforbundet* ønsker økt grad av åpenhet på selskapsnivå. *Fellesforbundet* er enig i at det kan være fordel med tettere kontakt mellom

de instanser i forvaltningen som arbeider med ansvarlig investeringspraksis, men advarer mot å avvikle dagens etikkrådsordning.

Finansforbundet har ingen kommentarer til Strategirådets anbefalinger, men ønsker «en sterkere integrering av arbeidsrettigheter i NBIM sin framtidige investeringsstrategi». *FAFO* mener Strategirådets anbefalinger ikke er basert på FNs veiledende prinsipper for menneskerettigheter og næringsliv. Det vises til at fondet må respektere menneskerettighetene. *FAFO* skriver videre at den nåværende strukturen med et separat og selvstendig Etikkråd bør beholdes samtidig som Etikkrådet muligens bør gis beslutningskompetanse. *FAFO* er videre opptatt av åpenhet om utelukkelse og begrunnelse av disse. Sist mener *FAFO* at Norges Bank bør få et klart mandat til å utvikle verktøy i tråd med internasjonale normer som en del av arbeidet med risikostyring og aktiv eierskapspolitikk.

Finans Norge støtter anbefalingene til Strategirådet og mener det kan bidra til at fondet blir en bedre og mer aktiv eier samt verne mot «populistiske utspill». *Finans Norge* skriver at fondet må måles på finansiell avkastning. Organisasjonen understreker i tillegg at det bør være åpenhet om eierskapsutøvelsen, også tidvis på selskapsnivå. *Finans Norge* skriver videre at beslutninger om utelukkelse må offentligjøres og begrunnes og at kriteriene for etiske utelukkelse er et politisk ansvar og må fastsettes av Finansdepartementet. *Finans Norge* foreslår at det skal opprettes et rådgivende utvalg med uavhengig ekspertise som kan hjelpe banken i dette arbeidet.

Departementet mottok høringsuttalelser fra følgende *frivillige organisasjoner*: Bellona, Changemaker, FIAN, Forum for Utvikling og Miljø (ForUM), Framtiden i våre hender (FIVH), Kirkens Nødhjelp, Norsk Folkehjelp, Norsk Klimastiftelse, Publish What You Pay Norway (PWYP-Norway), Regnskogsfondet, WWF Norge og Zero. De frivillige organisasjonene har mange sammenfallende synspunkter. Generelt er de positive til at målsettingen for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis skal klargjøres. De understreker at det må gå fram at målsettingen ikke er utelukkende finansiell, men at også bærekraftshensyn og etiske hensyn må vektlegges. Mange er også opptatt at slike hensyn må gjøres gjeldende uavhengig av fondets eierandel i et selskap. Organisasjonene ser positivt på forskning på temaer på området. De støtter også som hovedregel en styrking av Norges Banks arbeid med ansvarlig investeringspraksis. Mange ser også positivt på økt integrering av arbeidet, men de mener at Etikkrådet

rådet må være en uavhengig instans. Noen mener Norges Bank kan fatte beslutninger om utelukkelse hvis enkelte premisser er møtt, blant annet uavhengighet for et etisk råd, men flertallet er mot dette.

Organisasjonene framhever at åpenhet om arbeidet er avgjørende og ser positivt på at også Strategirådet trekker fram dette. Det uttrykkes samtidig bekymring for hvorvidt Strategirådets løsninger samlet sett vil bidra til mer åpenhet. Organisasjonene ønsker rapportering på selskapsnivå i eierskapsutøvelsen. Enkelte viser til at slik rapportering ikke nødvendigvis må være veldig detaljert, men bør inkludere problemsstillinger og målsettinger for arbeidet. Noen trekker fram rapporteringsformen til de svenske AP-fondene⁸. Det er også et gjennomgangstema at det skal være åpenhet om beslutningene om etisk utelukkelse. Bidraget til normutvikling trekkes fram av mange. Mange framhever også betydningen av at Etikkrådet er uavhengig og at dette bidrar til etisk troverdighet.

Enkelte organisasjoner ønsker at en skal integrere klimahensyn i mandatet i større grad, både i eierskapsutøvelsen og som kriterium for utelukkelse.

Få organisasjoner argumenterer for at dagens system med beslutning i Finansdepartementet skal opprettholdes, men mange av de frivillige organisasjonene er positive til en løsning der Etikkrådet også blir gitt beslutningsmyndighet i saker om etisk utelukkelse eller observasjon. Flere høringsinnspill viser til at saksbehandlingstiden av enkelte utelukkelsessaker synes å være svært lang i dagens system. Ett høringsinnspill argumenterer for at utelukkelseskriteriene må endres i retning av forhåndsgodkjenning.

2.5.5 Departementets vurderinger

Departementet mener det er viktig regelmessig å vurdere hvordan forvaltningen av SPU kan videreutvikles. Strategirådets rapport og høringsuttalelsene gir gode innspill til hvordan arbeidet med ansvarlig investeringspraksis kan styrkes.

Departementet innførte etiske retningslinjer for forvaltningen av SPU i 2004. Da de etiske retningslinjene ble innført, ble de av flere oppfattet som beste praksis. Ansvarlig investeringspraksis er samtidig et område som utvikles løpende. Både

hva som anses som ledende praksis og andre internasjonale aktørers arbeid på dette området har derfor endret seg mye siden 2004. Det er også blitt bygget opp kompetanse og erfaring i Etikkrådet, Norges Bank og Finansdepartementet i de snart ti årene som har gått siden de etiske retningslinjene ble innført.

Departementet mener rapporten fra Strategirådet gir nyttige innspill til hvordan arbeidet generelt kan gjøres mest mulig effektivt og slagkraftig. Rapporten skiller samtidig ikke klart mellom det som allerede er en del av SPU's strategi for ansvarlige investeringer og anbefalt strategi framover. Departementet har merket seg at Strategirådet viser til at det er en rekke utfordringer ved dagens system for å utelukke selskaper, herunder at dagens organisering av dette arbeidet kan bidra til at fondet oppfattes som et utenrikspolitisk verktøy. Departementet har også merket seg at Strategirådet ikke har foreslått endringer i de etiske begrensningene som allerede gjelder for fondets investeringer, og som følger av dagens retningslinjer for observasjon og utelukkelse.

En klarere målsetting

Departementet deler Strategirådets vurdering om at målsettingen for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis bør gjøres enda tydeligere. Det overordnede målet for forvaltningen av SPU er i dag nedfelt i kapittel én i mandatet til Norges Bank og innebærer at fondet skal forvaltes med sikte på høyest mulig avkastning innenfor et moderat risikonivå. I mandatets kapittel to står det at god avkastning på sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, samfunnsmessig og miljømessig forstand samt av velfungerende, legitime og effektive markeder. Rapporten fra Strategirådet viser at det ikke er dokumentert noen klar sammenheng mellom å vektlegge miljømessige og samfunnsmessige forhold på den ene side og finansiell avkastning på den andre. Rapporten kan derfor oppfattes slik at det kan være et motsetningsforhold mellom det overordnede målet for fondet i mandatets kapittel én og antakelsen om bærekraft som er lagt til grunn i kapittel to.

Departementet mener omtalen i mandatets kapittel to om sammenhengen mellom bærekraftig utvikling og god avkastning på sikt må forstås som en presisering innenfor den overordnede målsettingen om høyest mulig avkastning. Sammenhengen må ses i lys av fondets svært langsiktige tidshorisont og brede spredning av investeringene.

⁸ Det svenske Etikkrådet skriver i årsrapporten om aktiviteter rettet mot en sektor eller et saksområde, men inkluderer også tidvis selskapsinformasjon. Det rapporteres overordnet på selskapsnivå om utvalgte dialoger.

Departementets mener hensynet til miljø- og samfunnsmessige forhold også framover bør være en integrert del av forvaltningsvirksomheten og ses i sammenheng med den overordnede målsettingen. Departementet merker seg samtidig at sammenhengen mellom målformuleringen i mandatets kapittel én og antakelsen i kapittel to har framstått som uklar. Det legges derfor opp til å samle relevante bestemmelser i mandatets kapittel én i en ny målformulering med følgende elementer:

- a. SPU skal forvaltes med sikte på høyest mulig avkastning innenfor et moderat risikonivå og innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen
- b. SPU skal ikke være investert i selskaper som bryter med visse etiske minstestandarder
- c. God avkastning på sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, samfunnsmessig og miljømessig forstand samt av velfungerende, legitime og effektive markeder

Denne målformuleringen utgjør motivasjonen for arbeidet med eierskapsutøvelse, utelukkelse og observasjon i SPU. Etter departementets syn gir den også et godt grunnlag for å ta initiativ til forskning som kan øke kunnskapen om hvordan samfunnsmessige eller miljømessige forhold kan påvirke framtidig avkastning, og til å støtte opp om brede initiativer til utvikling av nye standarder eller reguleringer på dette området som øker porteføljens verdi, slik Strategirådet anbefaler. Departementet vil legge opp til at mandatet for SPU også gjenspeiler disse anbefalingene.

Departementet mener disse endringene og presiseringene i mandatet vil gjøre sammenhengen mellom målsettingen, motivasjonen og prioriteringene innen ansvarlig investeringspraksis mer tydelig enn i dag. Det vil også kunne styrke fondets bidrag til utvikling av en ansvarlig investeringspraksis.

Et tydelig finansielt 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. Bakgrunnen for disse prinsippene er å unngå at statlige investeringsfond utsettes for andre og mer restriktive reguleringer for sine investeringer enn andre investorer.

Samling av virkemidlene på ett sted

I evalueringen av de etiske retningslinjene i 2009 ble det lagt opp til økt samspill mellom eierskapsutøvelsen og arbeidet med å utelukke selskaper.

Denne intensjonen har bare til en viss grad latt seg gjennomføre, mye grunnet at virkemidlene ligger i separate institusjoner. Departementet mener at samspillet og ressursbruken i arbeidet med ansvarlige investeringer bør styrkes.

Departementet har merket seg at Strategirådet mener det er nødvendig å gjøre institusjonelle endringer for å styrke arbeidet med ansvarlige investeringer, og at slike endringer må ses i sammenheng med anbefalingene om å gjøre målsettingen klarere og øke åpenheten. Departementet deler Strategirådets syn om at Norges Bank og Etikkrådet i økende grad arbeider med beslektede problemstillinger, og at dette kan forventes å forsterkes framover. Det følger blant annet av at banken siden evalueringen i 2009 har arbeidet målrettet for å integrere miljømessige og samfunnsmessige forhold i forvaltningen. Banken har også dialog med selskaper om temaer som kan ha berøringspunkter med kriteriene for utelukkelse. Usikkerhet om hvem som reelt sett ivaretar fondets interesser innenfor et saksområde gir mindre slagkraft i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis. Det er også viktig med konsistens og forutsigbarhet i virkemiddelbruken i fondsforvaltningen. En samling av virkemidlene gir grunnlag for en mer helhetlig tilnærming.

Departementet har erfart, slik også Strategirådet framhever, at dagens system for å utelukke selskaper fra SPU har en innebygget operasjonell risiko. Etikkrådet fanger opp nyheter om selskaper gjennom andre informasjonskanaler enn Norges Bank. Dette kan føre til at Etikkrådet i utredningen av en sak ikke får utnyttet alle informasjonskilder som en eier normalt har tilgang til. Videre kan dagens organisering av etikkarbeidet medføre at endringer i grunnlaget for utelukkelsene som skjer mens saken er til behandling i departementet, eller etter at vedtak er fattet, ikke fanges opp. Dette kan også skape risiko for rettslige skritt.

Erfaringen med dagens system er at det er svært krevende for et departement å skulle treffe operative beslutninger om utelukkelse av enkelt-selskaper fra SPU. Som Strategirådet peker på, er det en risiko for at beslutningene i departementet oppfattes som den norske stats syn på et selskap eller et land. Det pekes på at denne risikoen må forventes å øke framover. I takt med at fondet vokser, må en også ifølge Strategirådet påregne økt offentlig interesse for enkeltinvesteringer. Departementet mener derfor at beslutningene også på denne bakgrunn bør tas på armlengdes avstand fra politiske myndigheter, slik de også gjøres i andre fond hvor staten er endelig eier av kapital.

len. En samling av alle virkemidlene i arbeidet med ansvarlige investeringer i Norges Bank vil etter departementets syn kunne bidra til en klargjøring av at eierskapsutøvelse i enkeltselskaper og utelukkelse av selskaper ikke er et uttrykk for regjeringens syn på bestemte selskaper eller stater, men er et resultat av de etiske begrensninger som er pålagt forvaltningen. Det vil også redusere risikoen for at fondets handlinger tolkes som uttrykk for ønsker om å øve en politisk innflytelse på selskaper eller markeder der fondet er investert.

Departementet deler Strategirådets vurdering av at det vil være naturlig å samle alle virkemidlene i Norges Bank. Banken har allerede ansvaret for utøvelsen av fondets eierrettigheter og har bygget opp bred erfaring og kompetanse innen dette området. Ved å legge ansvaret for å utelukke selskaper til Norges Bank vil en få en samlet kjede av virkemidler innen arbeidet med ansvarlige investeringer, herunder det etiske arbeidet. Dette vil bedre ivareta hensynene til operasjonell risiko, uavhengighet, konsistens, forutsigbarhet og helhet. Integreringen vil gjøre det lettere å dra nytte av eventuelle vekselvirkninger mellom utelukkelse og annen eierskapsaktivitet, og det vil gi bedre intern konsistens i forvaltningen av fondet.

Etter en samlet vurdering har departementet kommet til at alle virkemidlene innen ansvarlig investeringspraksis, herunder observasjon og utelukkelse, bør samles i Norges Bank. Kriteriene for hvilke typer produksjon og atferd som skal gi grunnlag for utelukkelse, skal imidlertid fortsatt bestemmes av Finansdepartementet og forankres i Stortinget.

Norges Bank skal følge opp selskaper

For å sikre oppmerksomhet om arbeidet med å ivareta etiske hensyn i forvaltningen legger departementet opp til å følge Strategirådets anbefaling om å få en samlet og helhetlig beskrivelse av rammeverket og arbeidet med ansvarlig investeringspraksis i mandatet som departementet gir til Norges Bank for forvaltningen av SPU. Det er også en følge av at alle virkemidlene samles i Norges Bank. Departementet legger på denne bakgrunn opp til å innarbeide kriteriene i dagens retningslinjer for observasjon og utelukkelse og andre relevante deler av retningslinjene for observasjon og utelukkelse i mandatet for SPU. Kriteriene for utelukkelse og observasjon vil på den måten bli videreført. Etter dette blir overvåking av porteføljen og eventuelt utelukkelse av selskaper dersom investeringene er i strid med tilsvarende etiske

kriterier som i dag, en del av Norges Bank oppdrag. Når kriteriene for utelukkelse av selskaper innarbeides i mandatet til banken, forventes det også at Norges Bank følger opp selskapene fondet er investert i med utgangspunkt i de etiske begrensningene som er fastsatt for forvaltningen.

Departementet mener at en videreføring av de etiske kriteriene og integreringen av disse i mandatet til Norges Bank, vil ivareta hensynet til at banken må ha tilstrekkelig oppmerksomhet om etiske forhold i sin forvaltning av fondet. Departementets krav om rapportering om oppfølgingen av kriteriene for utelukkelse og evaluering av arbeidet i Norges Bank i etterkant vil ytterligere støtte opp under dette. Samlet sett vurderer departementet at endringene i mandatet og organiseringen av arbeidet vil styrke vektleggingen av etiske hensyn i forvaltningen av SPU.

Ved å innarbeide kriteriene for utelukkelse og observasjon i mandatet til Norges Bank, vil bankens arbeid favne bredere enn i dag. Dette er i tråd med anbefalingen fra Strategirådet om at Norges Bank bør utvikle et bredt sett prinsipper for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, og at strategiene i eierskapsutøvelsen skal basere seg på disse prinsippene. Departementet mener dette vil gi økt tydelighet, forutsigbarhet og åpenhet om hvilke strategier og virkemidler som er tilgjengelige og som benyttes for å følge opp forvaltningen i praksis, samt hvilke forventninger Norges Bank har til selskapene fondet er investert i. Det er rimelig å forvente at bankens prinsipper og forventninger vil få oppmerksomhet av selskaper og andre investorer.

Rapportering om dialog og utelukkelse

Departementet deler Strategirådets syn om at åpenhet om rammeverket for ansvarlige investeringer i SPU er viktig. Departementet mener at Norges Bank skal offentliggjøre prinsippene for ansvarlig investeringspraksis og strategiene som brukes i eierskapsutøvelsen. Departementet mener videre at Norges Bank bør rapportere om virkningen av sitt eierskapsarbeid. For å ivareta hensynet til åpenhet skal det rapporteres om bruken av virkemidlene i eierskapsarbeidet, herunder dialog med enkeltselskaper på en egnet måte.

Prinsipielt er det viktig å unngå at forvalter tilpasser eget investeringsunivers på en måte som ikke følger av kriteriene for utelukkelse av selskaper. Strategirådet peker i sin rapport på at det bør overlates til Norges Bank å vurdere graden av åpenhet og offentlig dokumentasjon i de enkelte

sakene om utelukkelse av selskaper. Departementet har samtidig merket seg synet fra flere høringsinstanser om at slike beslutninger bør offentliggjøres og begrunnes ut fra hensynet til åpenhet om forvaltningen.

Departementet har etter en samlet vurdering kommet til at Norges Bank bør rapportere på oppfølgingen av kriteriene for utelukkelse av selskaper, og at navn på utelukkede selskaper og begrunnelsen for utelukkelsene etter de etiske kriteriene skal offentliggjøres.

Betydningen av legitimitet til det etiske arbeidet

I flere av høringsuttalelsene pekes det på betydningen av å ha et uavhengig Etikkråd. Dette synes særlig å være begrunnet i hensynet til å sikre tilstrekkelig grad av oppmerksomhet og ressurser i arbeidet med etiske problemstillinger. Enkelte mener også at Etikkrådet bør være et kontrollorgan. Videre framhever frivillige organisasjoner og Etikkrådet selv at offentliggjøringen av rådets tilrådinger bidrar til normdanning, herunder at tilrådingene brukes av selskaper og av andre som følger miljømessige og samfunnsmessige forhold i selskapene.

Departementet vil peke på at Etikkrådet ikke har vært et kontrollorgan, men et faglig råd underlagt Finansdepartementet, som har vurdert om selskapers virksomhet er slik at selskapet bør utelukkes basert på kriteriene i retningslinjene. Departementet har fattet beslutningene og vurdert bruken av eierskapsutøvelse, observasjon eller utelukkelse som virkemiddel. Kontroll og tilsyn med arbeidet har vært utført av henholdsvis Riksrevisjonen (Finansdepartementets arbeid) og det stortingsoppnevnte Representantskapet (Norges Banks arbeid). Ved at ansvaret for beslutninger om utelukkelse av selskaper overføres til Norge Bank, vil arbeidet bli underlagt bankens etablerte system for styring, kontroll og tilsyn. Departementet legger for øvrig til grunn at representantskapet vil vurdere behovet for å øke ressursbruken når oppgaven med å utelukke selskaper formelt er delegert til Norges Bank.

Departementet mener det er viktig ut fra hensynet til legitimitet til forvaltningen at banken har tilgang til relevant kompetanse og ekspertise når den blir tillagt en ny oppgave. Det er samtidig viktig at Norges Bank, innenfor de overordnede rammene fastsatt av departementet, får frihet til å velge den organiseringen den mener best vil ivareta en god løsning av nye oppgaver. Dette vil også bidra til at banken gjøres ansvarlig for sitt arbeid med å gjennomføre disse oppgavene. Dette er i samsvar med

prinsippene for delegering av øvrige forvaltningsoppgaver til banken.

Departementet legger til grunn at Norges Bank vil ha tilgang til uavhengig ekstern ekspertise med relevant kompetanse knyttet til vurderingen av utelukkelse av selskaper. Departementet viser til at Norges Bank også ved tidligere anledninger har knyttet til seg ekspertise på høyt nivå internasjonalt. Et eksempel er at den i 2013 opprettet et rådgivende organ for eierskapssaker.

Jevnlige, uavhengige vurderinger av forvaltningsvirksomheten er etter departementets syn viktig for å sikre bred tillit til forvaltningen. For å sikre legitimiteten til Norges Banks arbeid med ansvarlige investeringer, herunder utelukkelse av selskaper etter kriteriene i mandatet, legger departementet opp til å opprette et uavhengig ekspertråd som skal vurdere hvordan Norges Bank har fylt sin rolle i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis. Ekspertrådet skal legge fram offentlige rapporter med sine vurderinger. Etter departementets syn vil rapportene gi grunnlag for en bred diskusjon om arbeidet med ansvarlige investeringer i SPU. Ekspertrådet skal ikke ha en formell tilsyns- eller kontrollfunksjon, men bidra med vurderinger som vil være en del av grunnlaget for departementets arbeid med forvaltningen av SPU.

Departementet mener for øvrig at referanseindeksen skal justeres for selskaper som er utelukket av investeringsuniverset på bakgrunn av de valgte kriteriene for utelukkelse basert på produksjon og atferd. Det legges opp til å presisere i mandatet for SPU at det skal fastsettes prosedyrer for dette. Videre mener departementet at ytterligere justering av indeksen for kostnadene ved arbeidet med å utelukke selskaper etter de etiske kriteriene vil bidra til unødig kompleksitet, slik Norges Bank også påpeker, gitt at disse kostnadene er relativt begrensede sammenliknet med øvrige kostnader i forvaltningen. Departementet vil likevel drøfte kostnadene i denne delen av forvaltningen løpende med banken.

Oppsummering

Departementet mener at Strategirådets rapport og høringsuttalelsene har identifisert endringer som vil kunne styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis og bidra til at fondet fortsatt anses som ledende innenfor dette området. Departementet legger på bakgrunn av de mottatte innspillene opp til endringer som samlet sett vil styrke strategien for ansvarlige investeringer i SPU. Endringene som det legges opp til vil bidra

til større grad av konsistens og forutsigbarhet i arbeidet med ansvarlige investeringer, bedre ressursutnyttelse samt støtte opp under positive vekselvirkninger mellom virkemidlene. De vil også bidra til økt åpenhet om arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, dels ved at det fortsatt vil være åpenhet om de selskaper som er utelukket fra SPU etter kriteriene i mandatet og begrunnelsene for dette, og dels ved at Norges Bank vil rapportere bredere om sitt arbeid enn i dag. Videre vil opprettelsen av et eget råd som skal vurdere hvordan Norges Bank har fylt sin rolle i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis støtte opp under legitimiteten til arbeidet med ansvarlige investeringer i fondet. Alt i alt vil dette etter departementets syn bidra til en god langsiktig forvaltning av SPU. Departementet vil peke på at endringene bygger videre på dagens strategi for ansvarlige investeringer. Både bakgrunnen for dette arbeidet og virkemidlene ligger fast. Endringene som det legges opp til er etter, de etiske begrensningene og departementets syn godt i tråd med den fastsatte målsettingen for fondet og den grunnleggende etiske forpliktelsen om å spare til glede for framtidige generasjoner.

Departementet legger opp til å endre mandatet for SPU i tråd med de vurderingene som er gjort i dette avsnittet med virkning fra 1. januar 2015, jf. omtale i avsnitt 5.2. De institusjonelle endringene vil også gjøres gjeldende fra samme tidspunkt. Departementet vil orientere Stortinget om gjennomføringen av endringene.

2.6 Investeringer i fornybar energi og framvoksende markeder

2.6.1 Innledning

Regjeringen varslet i Sundvolden-plattformen at den vil opprette et eget investeringsprogram innen SPU som skal investere i bærekraftige bedrifter og prosjekter i fattige land og framvoksende markeder. Programmet skal ha samme krav til forvaltning som andre investeringer i SPU. Regjeringen varslet i tillegg at den vil vurdere å opprette et eget mandat innen fornybar energi, dette skal også ha de samme krav til forvaltning som andre investeringer i SPU.

Departementet har mottatt flere faglige råd og utredninger om slike investeringer. Noen av disse rådene er omtalt i avsnitt 2.6.2. I avsnitt 2.6.3 oppsummeres erfaringene med investeringer i det tidligere Miljøfondet og dagens særskilte miljørelaterte mandater. I avsnitt 2.6.4 drøftes mulige til-

leggseffekter av øremerkede investeringer utover den virkningen de har på SPUs avkastning og risiko. I avsnitt 2.6.5 drøftes de finansielle virkningene av slike investeringer og i avsnitt 2.6.6 belyses unoterte investeringer i fornybar energi og framvoksende markeder. Avsnitt 2.6.7 inneholder departementets vurderinger.

2.6.2 Eksterne vurderinger av særskilte mandater for ansvarlige investeringer

Departementet har over tid mottatt flere råd og utredninger om videreutvikling av strategien for SPU, som er relevante for oppfølgingen av formuleringene i Sundvolden-plattformen om investeringsprogrammer.

Professorene Ole Gjølberg og Thore Johnsen evaluerte i 2003 litteratur som analyserer såkalte SRI-investeringer (Social Responsible Investments). De pekte på at det normalt vil være små forskjeller i avkastning mellom SRI-strategier og utviklingen i det brede markedet, men viste til at det kan være betydelig risiko forbundet med slike strategier. Professorene skrev blant annet:

«Dersom en fondsforvalter pålegges SRI-restriksjoner av fondets eiere, bør alle parter være inneforstått med at det kan være en signifikant nedsiderisiko forbundet med et slikt pålegg. Størrelsen vil avhenge av hvor sterke restriksjonene på utvalgsrommet vil være.»

Strategirådet for SPU la i november 2013 fram en rapport med anbefalinger om hvordan Finansdepartementet kan styrke fondets arbeid med ansvarlig investeringspraksis ytterligere, jf. omtale i avsnitt 2.5. I rapporten oppsummerer Strategirådet forskningsresultater innen dette området. Det pekes på at mens det finnes støtte for at god selskapsstyring (corporate governance) har en positiv effekt på selskapenes verdi, er det gjort mindre forskning på om fond som forvaltes etter ESG (Environmental Social Governance)/SRI-strategier har gitt høyere avkastning enn markedet. Strategirådet viser til at noen studier har funnet at slike fond har gitt lavere avkastning enn markedet, mens andre studier har funnet om lag samme avkastning som det brede markedet. I rapporten pekes det på at det er lite kunnskap om hvilken effekt miljømessige og samfunnsmessige forhold og ansvarlig investeringspraksis har på reelle porteføljeverdier på sikt.

En ekspertgruppe bestående av professor Andrew Ang, professor Michael Brandt og tidligere leder av det kanadiske pensjonsfondet

Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB), David Denison, har vurdert Norges Banks forvaltning av SPU i en rapport fra januar 2014, jf. omtale i avsnitt 2.2. I rapporten peker ekspertene på at dersom Finansdepartementet utelukker selskaper eller legger begrensninger på forvaltningen som ikke kan begrunnes økonomisk, vil det kunne føre til tapte investeringsmuligheter og dermed dårligere investeringer enn uten slike begrensninger. De skriver videre at etterhvert som fondet vokser vil det bli mer fristende å fordele kapital til investeringer som ikke kan begrunnes økonomisk. Ekspertene viser til eksempler på amerikanske fond som de mener har vært styrt til dels ut fra politiske hensyn. De gjennomgår også akademiske studier som finner at politisk motiverte investeringsvalg i amerikanske pensjonsfond og statlige investeringsfond har gitt dårlig risikojustert avkastning.

Ang, Brandt og Denison omtaler også dagens sæskilte miljørelaterte investeringer i SPU, som også innebærer begrensninger på Norges Banks forvaltning. De trekker fram de svake resultatene som er oppnådd for de miljørelaterte investeringene i perioden 2010–2013, og peker på at forvaltningskostnadene er høye sammenliknet med resten av fondet.

2.6.3 Erfaringer fra miljøfondet og miljørelaterte investeringsmandater

I 2001 opprettet Finansdepartementet et eget miljøfond som en egen aksjeportefølje i SPU. Miljøfondet hadde noe høyere risiko og om lag 2,4 pst. lavere avkastning enn en sammenliknbar referanseindeks i den perioden det eksisterte, fra januar 2001 til desember 2004. Miljøfondet ble lagt ned i forbindelse med at det ble etablert etiske retningslinjer for SPU høsten 2004. Det ble da lagt vekt på at økonomiske hensyn ikke talte for å ha en egen miljøportefølje og at det var vanskelig å belegge at en videreføring av Miljøfondet vil ha noen miljømessige konsekvenser av betydning.

I 2009 satte Finansdepartementet krav til at Norges Bank skal etablere miljørelaterte investeringsmandater i forvaltningen av SPU. Dette har siden vært en del av strategien for ansvarlig investeringspraksis, jf. omtale i avsnitt 4.5. I departementets mandat til Norges Bank står det at verdien av de miljørelaterte investeringsmandatene normalt skal være i intervallet 20-30 mrd. kroner. Investeringene skal gjennomføres med samme krav til lønnsomhet som fondets øvrige investeringer. Norges Bank har i brev 13. desember 2013 redegjort for erfaringene

med de miljørelaterte investeringene, jf. omtale i avsnitt 2.2. Norges Bank skriver at de så langt har valgt å gjøre investeringene i børsnoterte aksjeselskaper med virksomhet innen fornybar og alternativ energi, energieffektivisering, vanninfrastruktur og -teknologi, forurensningskontroll og avfallshåndtering og -teknologi. Banken peker på at investeringsuniverset ikke er entydig definert og at det er en rekke avgrensingsproblemer for slike investeringer. I brevet står det også at markedssegmentet er forholdsvis lite, men at banken kan håndtere det nåværende omfanget av investeringene. Norges Bank trekker fram at de miljørelaterte investeringene egner seg godt til aktiv forvaltning, selv om de ikke har bidratt til fondets gode avkastning i perioden.

Markedsverdien av de miljørelaterte investeringsmandatene var ved utgangen av 2013 på 31,4 mrd. kroner. Investeringene har gitt en samlet avkastning på 12 pst. i perioden 2010–2013, mens det brede aksjemarkedet i samme periode har gitt en avkastning på om lag 54 pst. Dersom en legger til grunn et omfang på de miljørelaterte investeringsmandatene på 25 mrd. kroner i hele perioden, ville avkastningen vært om lag 10 mrd. kroner lavere enn om midlene hadde vært investert i det brede aksjemarkedet. De miljørelaterte investeringsmandatene har eksistert en begrenset periode, som har falt sammen med en global finanskrise. Norges Bank viser til at krisen bidro til å øke svingningene i denne delen av markedet og påvirket investorenes risikoappetitt i negativ retning. Avkastningen tok seg imidlertid noe opp i 2013, som var et godt år for miljøinvesteringene. Selv om disse investeringene kun har eksistert en kort periode, illustrerer de likevel at slik øremerking kan innebære en betydelig risiko for mindre avkastning.

2.6.4 Mulige tilleggseffekter

Departementet har tidligere pekt på at miljøbidraget fra de miljørelaterte investeringsmandatene vil være vanskelig å måle, jf. Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010. I tillegg til at bidraget er vanskelig å måle, er det usikkert om det kan forventes å være positivt.

Motivasjonen for et eget investeringsprogram er ofte at en i tillegg til god finansiell avkastning ønsker å oppnå noen positive tilleggseffekter, for eksempel miljømessige gevinster eller mindre fattigdom. Det er imidlertid usikkert om investeringer innen bestemte områder i velutviklede markeder hvor mange andre investorer også kjøper og selger aksjer og deltar i eventuelle kapital-

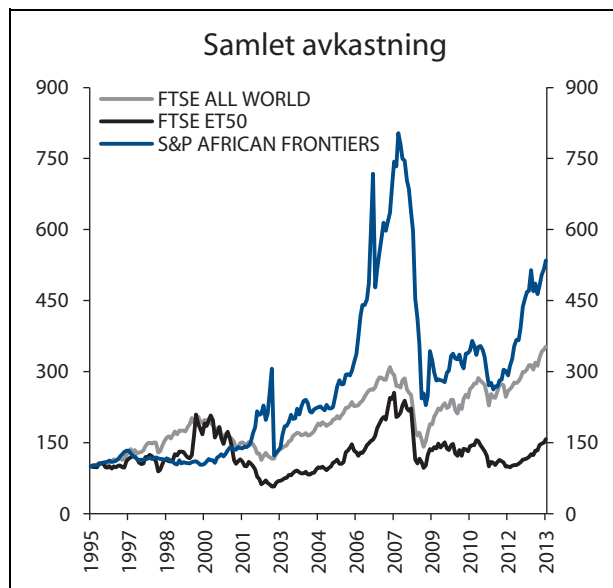
utvidelser, kan forventes å resultere i slike tilleggseffekter. I finansmarkedene vil for eksempel aksjer løpende prises relativt til andre aksjer. Dersom markedene er velfungerende vil derfor ikke SPUs aktivitet påvirke prisene over tid eller ha vesentlig betydning for selskapenes kapital-kostnad eller -tilgang.

Dersom investeringsprogrammene gjøres innenfor dagens rammer for investeringene, vil programmene føre til en vridning av investeringene til sektorer eller land fondet er investert i fra før. SPU har allerede betydelige investeringer innen områder som kan defineres som miljøvennlige og i framvoksende markeder.

Ved utgangen av 2013 inneholdt referanseindeksen for aksjer som departementet har valgt for SPU, 46 land. 22 av disse defineres som framvoksende markeder av indeksleverandøren FTSE. Referanseindeksen for obligasjoner bestod av 21 valutaer, herunder 10 valutaer fra framvoksende markeder. Verdien av de framvoksende markedene utgjorde ved årsskiftet om lag 9 pst. og 7 pst. av referanseindeksene for henholdsvis aksjer og obligasjoner. Norges Bank har i tillegg valgt å investere mer utenfor de utviklede markedene enn det som følger av referanseindeksen. Ved utgangen av 2013 var det gjort obligasjonsinvesteringer i 10 valuter fra framvoksende markeder som ikke inngår i referanseindeksen. Referanseindeksen for aksjer inkluderer alle markedene som er definert som framvoksende av indeksleverandøren FTSE. I tillegg til investeringene i framvoksende markeder har Norges Bank investert i 15 mindre utviklede framvoksende markeder definert som «frontier» av indeksleverandøren FTSE.

Videre kan en betydelig andel av fondet karakteriseres som miljøvennlig. Om lag 6 pst. av verdien av SPUs referanseindeks for aksjer, tilsvarende om lag 180 mrd. kroner, består allerede av selskaper som har mer enn 20 pst. av sin inntjening fra miljørelatert virksomhet og som derfor 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, som er spesialist på investeringer i miljøteknologi.

Størrelsen på investeringene i det enkelte land og selskap følger i hovedsak av markedenes størrelse. Det betyr at investeringene i selskaper i framvoksende aksjemarkeder og selskaper innen fornybar energi vil øke framover dersom disse selskapenes andel av verdens aksjemarked øker.



Figur 2.10 Samlet avkastning av S&P African Frontiers, FTSE ET50 og FTSE All World. Indeks 31.12.1995 = 100

Kilde: Thomson Reuters Datastream.

2.6.5 Historisk avkastning og risiko for investeringer i utviklingsland og fornybar energi

Investeringer i selskaper innen fornybar energi og i utviklingsland har historisk vært kjennetegnet av høy risiko. I figur 2.10 vises utviklingen i samlet avkastning av en indeks som dekker lite utviklede markeder i Afrika (S&P AFRICAN FRONTIERS⁹) og en miljøindeks (FTSE ET50)¹⁰ i perioden 1996–2013 sammenliknet med en bred global indeks (FTSE All World).

Som en ser av figur 2.10, har avkastningen av investeringer i framvoksende markeder og i miljøinvesteringer svingt langt mer over perioden og falt langt mer i enkelte perioder med stor uro enn en bred global aksjeindeks. Videre har avkastningen i denne perioden vært høy i de lite økonomisk utviklede afrikanske landene, mens den har vært betydelig svakere for miljøinvesteringene.

Tabell 2.2 viser at selv om investeringer i de minst utviklede framvoksende markedene har hatt høyere avkastning enn den brede globale

⁹ I S&P African frontiers besto ved utgangen av 2013 av 113 selskaper i landene Botswana, Elfenbenskysten, Ghana, Kenya, Mauritius, Namibia, Nigeria og Zambia

¹⁰ FTSE ET50 er en global indeks som består av 50 selskaper med mer enn 50 pst. av inntjeningen fra miljørelatert virksomhet

Tabell 2.2 Årlig avkastning og risiko for S&P African Frontiers, FTSE ET50 og FTSE All World. 1996–2013

	FTSE ALL WORLD	S&P AFRICAN FRONTIERS	FTSE ET50
Avkastning (pst.)	8,4	14,3	6,3
Standardavvik (pst.)	16,2	29,0	27,2
Avkastning per enhet risiko, målt ved standardavvik	0,52	0,50	0,23
Maksimalt tap (pst.)	-55	-72	-73

Kilder: Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.

indeksen i perioden 1996–2013, har de også hatt høyere risiko.

Avkastning og risiko av investeringer i både lite utviklede afrikanske markeder og miljøaksjer har variert betydelig over tid, noe som gjør at en bør tolke gjennomsnittstall med forsiktighet. Det at disse investeringene i perioder kan være beheftet med høy risiko, illustreres også av at indeksene falt med over 70 pst. fra begynnelsen av 2007 til begynnelsen 2009, mens fallet i det brede aksjemarkedet var klart mindre.

Den høye risikoen ved å investere i selskaper i lite utviklede afrikanske markeder og miljøaksjer gjør at investorene også vil kreve høy avkastning som kompensasjon for denne risikoen. Høyere avkastningskrav kan forklares av at slike aksjer faller mer i verdi når hele aksjemarkedet faller, at selskapstørrelsen er mindre, at de er mindre omsettelige og at de er mer utsatt for politisk risiko enn investeringer i globale indekser, som domineres av store selskaper i velutviklede markeder. Over tid bør en derfor forvente høyere avkastning fra slike investeringer. Det er imidlertid ikke et avgjørende argument for å overvekte disse selskapene i forhold til verdien satt av markedet. Dersom det er ønskelig å øke fondets forventede avkastning ved å akseptere noe høyere risiko, kan dette gjøres på flere måter. Økte investeringer i framvoksende markeder må derfor vurderes opp mot alternativene.

Finansdepartementet har stilt krav om at Norges Bank skal etablere særskilte miljørelaterte investeringsmandater. Disse mandatene har samme krav til avkastning og risiko som fondet for øvrig. Ettersom avkastningen av selskaper som kan defineres som miljøvennlige, slik som fornybar energi, har svingt betydelig mer enn, og ikke i takt med, det brede aksjemarkedet, vil en bestemmelse om at fondet skal investeres i slike mandater trekke på rammen for såkalt relativ volatilitet. Simuleringer som departementet har gjennomført

av virkningen på relativ volatilitet av å investere 1 pst. av SPU i miljørelaterte aksjemandater, noe som ville tilsvart om lag 50 mrd. kroner med dagens verdi på fondet, viser at det ville gitt en realisert årlig relativ volatilitet på om lag 0,3 prosentenheter for perioden 1998–2013. Avkastningen av miljøindeksen FTSE Environmental Technology 50 er da benyttet som et anslag på avkastningen av de miljørelaterte investeringsmandatene. Dersom en hadde økt miljøinvesteringene til 2 pst. tilsvarende 100 mrd. kroner, ville den relative volatiliteten ha steget til 0,6 prosentenheter som gjennomsnitt for hele perioden. I de mest turbulente periodene som under finanskrisen og IT-boblen, ville det trukket vesentlig mer på Norges Banks rammer for avvik fra referanseindeksen.

Markedsrisikoen ved unoterte investeringer kan ikke måles løpende. Det er derfor vanlig å illustrere risikoen ved unoterte investeringer ved å analysere tilsvarende noterte investeringer. Det er samtidig vanlig å anta at risikoen for unoterte investeringer er høyere enn for noterte investeringer. I St.meld. nr. 20 (2008–2009) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008 ble det pekt på at gjennomsnittlig avkastning for de unoterte fondene som har investert i framvoksende markeder i foregående tiårsperiode, hadde vært lavere enn tilsvarende avkastning for det noterte aksjemarkedet. Samtidig viser analysene at det var spesielt store avkastningsforskjeller mellom fondene i de framvoksende markedene. Dette gjør at risikoen for å tape penger ved slike investeringer er høy.

2.6.6 Unoterte investeringer

Finansdepartementet foretok i Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 en bred gjennomgang av investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur. Vurderingen da var at det ikke var grunnlag for en strategisk allokering til eller en full åpning for slike investeringer.

Samtidig ble det pekt på at SPUs særtrekk gjør det naturlig å komme tilbake til spørsmålet senere.

En bred åpning for investeringer i unoterte markeder vil ikke automatisk medføre at SPUs investeringer innenfor fornybar energi og selskaper i utviklingsland nødvendigvis ville øke. Det er ikke gitt at disse områdene utgjør noen større del av det institusjonelt investerbare unoterte markedet enn av det noterte markedet. Innen fornybar energi synes det for eksempel som at mange av teknologiselskapene er notert på børs. De børsnoterte kraftselskapene eier også mye kraftproduksjon innen vann, sol og vind.

Selv om utviklingsland kan ha store unoterte aksjemarkeder er det ikke gitt at en åpning for unoterte aksjer og infrastruktur vil medføre at SPU investeres i disse markedene. Investeringer i utviklingsland synes for eksempel ikke å utgjøre en stor andel av de unoterte aksje- og infrastrukturinvesteringene til globalt investerte pensjonsfond. En grunn til dette kan være at slike investeringer er operativt krevende og risikable.

Selv om det er store forskjeller mellom ulike utviklingsland, er investeringer i disse markedene generelt meget krevende. Investors rettigheter er ofte ikke like godt beskyttet gjennom lovgivning og tilsynsmyndigheter som i mer utviklede markeder. Åpenhet og selskapsstyring er ofte også svakere enn i mer utviklede markeder. Et annet forhold som medfører økt risiko, er at det ofte også er stor landspesifikk risiko knyttet til makroøkonomiske og politiske forhold.

Fondet er naturlig å sammenlikne seg med har heller ikke startet opp med unoterte investeringer i de minst utviklede markedene. Det er først etter at de har høstet erfaringer i de mer utviklede markedene, at eventuelt de har begynt med investeringer i de mindre utviklede, framvoksende markedene. Den tilsvarende tilnærmingen er benyttet for investeringene i SPUs noterte aksjeportefølje og eiendomsportefølje.

2.6.7 Departementets vurderinger

Investeringene i SPU kan i prinsippet øremerkes til bestemte områder ved å endre referanseindeksen eller ved å legge føringer på hvordan Norges Bank skal innrette den forvaltningen. Begge disse løsningene er imidlertid vanskelige å begrunne økonomisk.

Målet om høyest mulig avkastning innenfor et moderat risikonivå ligger til grunn for dagens referanseindeks. Sammensetningen av aksje- og obligasjonsindeksene i fondet bygger blant annet på mar-

kedenes og økonomienes relative størrelser. Dette er robuste prinsipper som bygger på markedets prising og landenes evne til å tilbakebetale lån.

Dersom departementet gjennom investeringsprogrammer skulle overvekte enkelte sektorer eller land på bekostning av andre, vil det være aktive investeringsbeslutninger. Det er ikke faglig støtte i den økonomiske litteraturen for at en vridning av porteføljen bort fra markedsporteføljen og i retning av temabaserte investeringer kan forventes å bidra til bedre resultater i SPU over tid. Dersom slike investeringsvalg skal være lønnsomme, må det baseres på at departementet har informasjon om den framtidige avkastningen av slike investeringer som ikke allerede gjenspeiles i dagens markedspriser. Det er ikke grunn til å forvente at departementet kan tilegne seg slik informasjon, og strategien for fondet har derfor heller ikke vært basert på en slik tilnærming.

Mandatet for forvaltningen av SPU gir Norges Bank mulighet til å gjøre investeringer som avviker fra referanseindeksen innenfor bestemte rammer, inkludert relativ volatilitet. Dersom departementet skulle øke SPUs investeringer i fornybar energi eller i enkeltland ved å pålegge at Norges Bank overveker enkelte markedssegmenter eller land, vil det være det samme som å sette restriksjoner på bankens forvaltning. Dette vil kunne begrense Norges Banks mulighet til å skape meravkastning.

SPU har allerede betydelige investeringer innen områder som kan defineres som miljøvennlige og i selskaper i framvoksende markeder. Referanseindeksen for aksjer som departementet har valgt for SPU, inkluderte ved utgangen av 2013 46 land. I tillegg har Norges Bank mulighet til å investere i land som ikke inngår i referanseindeksen. Mandatet stiller krav om at banken skal ha interne prosedyrer for godkjenning av nye markeder og land. Norges Bank har etter grundige vurderinger investert i en rekke mindre utviklede framvoksende markeder, såkalte frontier-markeder, men har også valgt ikke å investere i andre markeder fordi de er vurdert som for lite utviklet og risikable. Slike vurderinger krever spesialistkompetanse og nærhet til markedene. Norges Bank har bedre forutsetninger for å gjøre slike operasjonelle vurderinger enn departementet.

Departementet støtter Norges Banks syn om at de gjennom aktiv forvaltning investerer i framvoksende markeder som ikke inngår i referanseindeksen. Departementet ønsker å holde fast ved at Norges Bank skal ha ansvaret for å godkjenne investeringer i disse markedene. Det vises til omtale av bankens ulike avvik fra referanseindeksen i avsnitt 2.2.

For å bedre synliggjøre bankens forvaltning og SPUs investeringer i framvoksende markeder og fornybar energi legges det opp til at Norges Bank skal rapportere særskilt om slike investeringer.

SPU er ikke et instrument for å framme statens investeringer i utviklingsland eller fornybar energi. Statens investeringsfond for næringsvirksomhet i utviklingsland (Norfund) er opprettet for å gjøre risikable investeringer i de minst utviklede landene. Det vil etter departementets syn være en god oppfølging av Sundvolden-plattformen å investere i bærekraftige bedrifter og prosjekter i fattige land gjennom ordinære bevilgninger til for eksempel Norfund. Regjeringen vil komme tilbake til dette i statsbudsjettene.

Departementet legger opp til å øke investeringene i fornybar energi gjennom å øke rammene for de miljørelaterte investeringsmandatene, hvor selskaper som har virksomhet innenfor fornybar energi utgjør en av fem sektorer. Departementets mandat fastsetter at de miljørelaterte investeringsmandatene normalt skal utgjøre i størrelsesorden 20-30 mrd. kroner. Det legges i denne meldingen opp til at dette økes til 30-50 mrd. kroner. Investeringene skal gjennomføres med samme krav til avkastning og risiko som fondets øvrige investeringer. I vurderingene av rammen for de miljørelaterte investeringsmandatene er det lagt vekt på at Norges Bank trekker fram at slike investeringer egner seg godt for aktiv forvaltning. Den økte rammen vil dermed bidra til at Norges Banks forvaltningskompetanse øker innen et område som banken mener er godt egnet for slik forvaltning. Samtidig vil et høyere intervall innebære en restriksjon på bankens mulighet til å avvike fra referanseindeksen som vanskelig kan forsvares økonomisk.

Departementet vil starte et arbeid med å vurdere virkningene av ytterligere å øke investeringene innen fornybar energi. Vurderingene vil baseres på at det stilles de samme krav til forvaltningen som andre investeringer i SPU.

2.7 SPU og klima

Globale klimaendringer kan ha betydning for SPUs framtidige avkastning. Klimaendringenes mulige påvirkning på avkastningen kan omtales som klimarisiko.

Norges Bank har i forvaltningen av SPU i lengre tid hatt særskilt søkelys på klimaendringer. Bankens forventningsdokument til selskapene i

porteføljen om klima er blitt fulgt opp gjennom flere sektorrapporter. I 2012 ble dette forventningsdokumentet revidert slik at blant annet selskapers håndtering av avskoging i tropiske områder ble inkludert som et tema. Banken solgte seg i 2012 også ut av en rekke palmeoljeselskaper. Senere har Norges Bank solgt seg ut av flere gruveselskaper. Banken er også en aktiv støttespiller til Carbon Disclosure Project (CDP), et ledende internasjonalt initiativ for å fremme blant annet selskapers måling av og rapportering om klimagassutslipp og annen miljøinformasjon.

Klima har også stått sentralt i departementets arbeid med forvaltningen av fondet i lengre tid. Det var et tema i forbindelse med etableringen av de etiske retningslinjene i 2004 og ved evalueringen av retningslinjene i 2009. Høsten 2009 inngikk departementet et samarbeid med konsultantselskapet Mercer om å utrede langsiktige konsekvenser av klimaendringer for de globale kapitalmarkedene generelt, og særskilt for porteføljen til SPU. 13 andre store institusjonelle investorer i Europa, Nord-Amerika, Asia og Australia støttet også prosjektet.

Mercer studerte konsekvenser av klimaendringer for globale kapitalmarkeder fram til 2030, blant annet basert på økonomiske vurderinger fra Grantham-instituttet ved London School of Economics.

Analysene til Mercer ga ikke grunnlag for å tro at klimaendringer vil ha vesentlige innvirkning på veksten i verdensøkonomien fram mot 2030. Forventede virkninger på avkastningen i verdens kapitalmarkeder ble også vurdert å være moderate i dette tidsperspektivet. Et gjennomgående tema i rapporten var at global oppvarming ville føre til økt usikkerhet rundt forventet framtidig avkastning. Mercer anbefalte derfor blant annet at investorer følger nøye med på utviklingen i denne risikoen. Det ble videre anbefalt dialog med myndigheter, selskaper og forvaltere for om mulig å dempe usikkerheten på sikt.

Det har i 2013 og 2014 pågått en diskusjon om fondets investeringer i fossil energi. Enkelte har framhevet at fondet bør selge seg ut av slike investeringer, både ut fra finansielle og miljømessige argumenter. Departementet er opptatt av at endringer i investeringsstrategien for fondet bygger på grundige faglige utredninger og en bred forankring i Stortinget. I denne meldingen til Stortinget omtales for eksempel avkastning og risiko på aksjer i olje- og gassektoren, jf. omtale i avsnitt 2.4.

2.7.1 Videre arbeid med klimarisiko

Strategirådet omtaler i sin rapport for 2013 en gjensidig sammenheng mellom investeringsstrategi og ansvarlig investeringspraksis, jf. omtale i avsnitt 2.5. Rådet anbefaler at eventuelle beslutninger om å endre investeringsstrategien baseres på forskning om den forventede effekten på fondets avkastning og risiko. Strategirådet påpeker videre at gjennomgang av forskning og gjeldende praksis i andre fond indikerer at det er betydelig mangel på kunnskap om hvilken effekt ansvarlig investeringspraksis har på avkastningen. Strategirådet anbefaler at fondet tar initiativ til og støtter uavhengig forskning for å øke forståelsen på dette feltet.

En side ved dette er behovet for å forstå bedre hvorvidt samfunnsmessige og miljømessige forhold kan påvirke finansiell avkastning. Aksjeinvesteringene i SPU er basert på at fondet eier en liten andel av hele verdens aksjemarked. Det medfører at på sikt forventer en avkastning og risiko i tråd med utviklingen i det brede aksjemarkedet. Departementet mener det bør være tungtveiende grunner dersom en skal avvike fra denne strategien. Som omtalt i avsnitt 2.6 er det ikke faglig støtte i den økonomiske litteraturen eller i empiri for at en vridning av porteføljen bort fra markedsporteføljen mot enkelt-selskaper eller -sektorer for å adressere for eksempel klimarisiko, kan forventes å bidra til å bedre resultatene i SPU over tid. Dersom slike investeringsvalg skal være lønnsomme må det være fordi departementet har informasjon om den framtidige avkastningen av slike investeringer som ikke allerede gjenspeiles i dagens markedspriser. Utgangspunktet må etter departementets syn være at en ikke vet bedre enn markedet hvordan enkeltsektorer vil utvikle seg i fremtiden. Strategien for fondet har derfor ikke vært basert på en slik tilnærming.

Forskning og utvikling har lenge vært et av virkemidlene i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis i SPU. I 2014 legger departementet opp til å sette i gang et arbeid for ytterligere å belyse risiko fra klimaendringer for fondets framtidige avkastning. Arbeidet vil ikke bli avgrenset til en konkret sektor eller et spesifikt produkt. Departementet viser til at problemstillingene er omfattende og usikkerheten stor, og det siktes mot å komme tilbake til dette spørsmålet i meldingene om Statens pensjonsfond framover.

2.7.2 Vurdering av virkemiddelbruk

Enkelte typer brennstoff og enkelte former for produksjon er mer klimagassintensive enn andre. Hittil har klimagassutslipp ikke vært et eget kriterium for etisk utelukkelse, jf. retningslinjer for observasjon og utelukkelse. I utredningen som ble gjennomført før en etablerte de etiske retningslinjene i 2004, NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, står det blant annet:

«Utvalget mener at det ikke er grunnlag for negativ filtrering av selskaper som produserer kullkraft eller petroleum fra fondet. Utvalget vurderer at eierskapsutøvelse og påvirkning vil være en mer effektiv strategi for å adressere klimaspørsmål og skape endringer enn utelukkelse».

Det er nå gått vel ti år siden NOU 2003: 22 ble skrevet. Det vises til Innst. 141 S (2013–2014) der Finanskomiteen råder Stortinget å gjøre følgende vedtak:

«Stortinget ber regjeringen sette ned en ekspertgruppe. Gruppen skal 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. Ekspertgruppen skal også gi råd om kriterier for eventuell utelukkelse av denne type selskaper. Ekspertgruppens anbefalinger inngår som en del av grunnlaget for stortingsmeldingen om forvaltningen av Stortingets pensjonsfond våren 2015.»

I tråd med Stortingets vedtak vil Finansdepartementet opprette en ekspertgruppe for 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. Ekspertgruppen skal også gi råd om mulige kriterier for eventuell utelukkelse av denne type selskaper. Gruppens medlemmer og mandat offentliggjøres på departementets hjemmeside. Ekspertgruppens anbefalinger vil bli lagt fram høsten 2014 og vil bli gjenstand for en åpen drøfting. Anbefalingene og innspillene fra den åpne drøftingen vil inngå som en del av grunnlaget for stortingsmeldingen om forvaltningen av SPU våren 2015.

3 Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond Norge

3.1 Bakgrunn

Grunnkapitalen i Statens pensjonsfond Norge (SPN) stammer i hovedsak fra overskudd på trygderegnskapene etter innføringen av folketrygden i 1967 og fram til slutten av 1970-tallet. Kapitalen i SPN er 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 overføringer av kapital mellom SPU og SPN.¹ Markedsverdien av SPN utgjorde 167,8 mrd. kroner ved utgangen av 2013, jf. avsnitt 4.3.

Hoveddelen av midlene i SPN er plassert i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet. Fondets særtrekk, slik som størrelse og langsiktighet, skiller SPN fra mange andre investorer i det norske kapitalmarkedet. Størrelse gir visse fordeler, blant annet muligheten til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. Samtidig medfører fondets størrelse i det norske kapitalmarkedet visse begrensninger på muligheten for store skift i porteføljens sammensetning i løpet av kort tid. Det norske markedet er for øvrig kjennetegnet ved lav omsettelighet i flere selskaper. Det forsterker utfordringene ved å foreta store porteføljetilpasninger.

SPN er en betydelig eier og långiver i det norske kapitalmarkedet. Den norske aksjeporteføljen utgjør om lag 10 pst. av markedsverdien til Oslo Børs hovedindeks (justert for eierandelene som ikke er fritt omsettelige, såkalt fri flyt), noe som gjør fondet til en av de største investorene på børsen. Den norske obligasjonsporteføljen utgjør 2,6 pst. av det norske obligasjons- og sertifikatmarkedet. SPNs store, langsiktige eierpost i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet bidrar til stabilitet i markedet. Reglene om tilbakevektning er en viktig del av dette, jf. omtale i avsnitt 3.3. De innebærer at fondet kjøper seg opp i den aktivaklassen som har falt i verdi for å opprettholde den fordelingen

mellom aksjer og obligasjoner som er fastsatt i mandatet. Fondet kjøper dermed aksjer i perioder der andre selger og bidrar på den måten til å tilføre aksjemarkedet likviditet i perioder med uro.

3.2 Investeringsstrategien

Investeringsstrategien for SPN er definert gjennom en referanseindeks og risikorammer fastsatt av departementet. Referanseindeksen er fordelt på aksjer (60 pst.) og obligasjoner (40 pst.). Den er videre fordelt på to geografiske regioner, Norge (85 pst.) og Norden for øvrig utenom Island (15 pst.), jf. figur 3.1.

Folketrygdfondet har innenfor visse rammer anledning til å avvike fra referanseindeksen. 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. Metoden for beregning av forventet relativ volatilitet må godkjennes av departementet. I tillegg er det fastsatt flere supplerende risikorammer, jf. Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltning av Statens pensjonsfond i 2010.

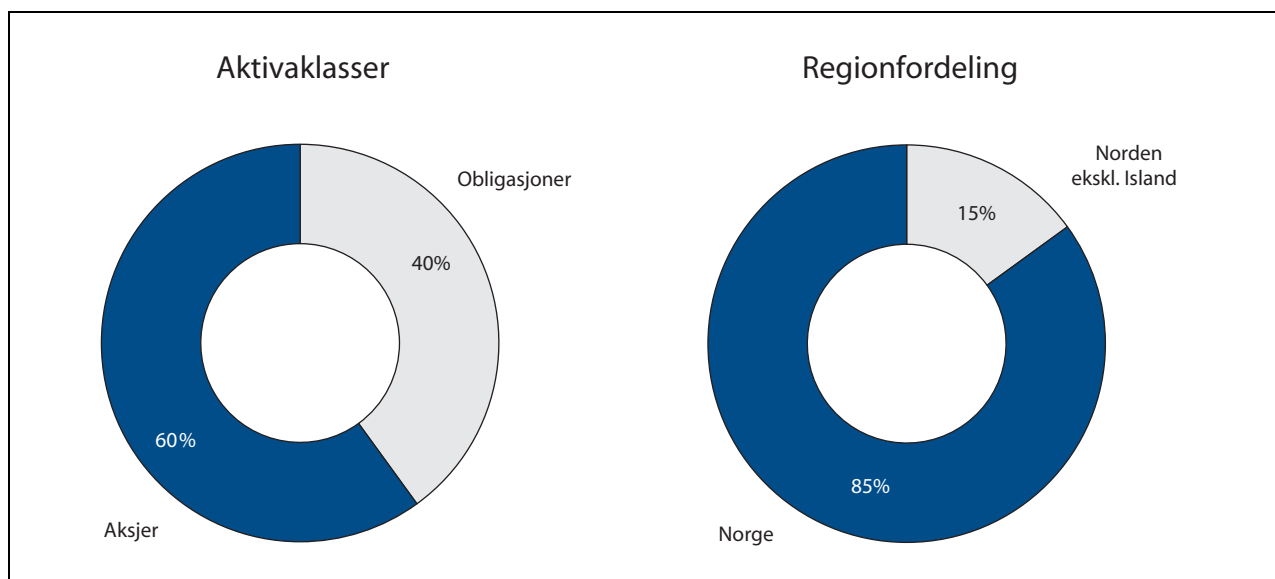
Mandatet som departementet har fastsatt for SPN åpner for at fondsmidlene kan investeres i selskaper som ikke er børsnoterte (unoterte selskaper), men begrenset til de tilfeller hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering på regulert markeds plass. Det er således ikke åpnet for at fondets midler kan investeres i unoterte aksjer på generelt grunnlag.

3.3 Tilbakevektning

3.3.1 Bakgrunn for tilbakevektning

Reglene om tilbakevektning, eller rebalansering, er en del av investeringsstrategien for SPN. I Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltning av Statens pensjonsfond i 2011 ble det redegjort for erfaringene med tilbakevektning i SPU. Departementet la vekt på at formålet med tilbakevektning er å sikre at risi-

¹ I henhold til lov om Statens pensjonsfond § 5 kan midlene i Statens pensjonsfond bare anvendes til en beløpsmessig overføring til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget.



Figur 3.1 Strategisk referanseindeks for SPN. Prosent

Kilde: Finansdepartementet.

koen i fondet over tid ikke avviker vesentlig fra det som er forankret i valget av fondets langsiktige fordeling på ulike aktivaklasser. Samtidig pekte departementet på at tilbakevektning har et visst motsyklisk trekk ved at fondet selger aktiva som har steget relativt mye i verdi og kjøper aktiva som har falt i verdi. Departementet konkluderte med at tilbakevektning i SPU bør videreføres, men at en ville arbeide videre med den mer detaljerte utformingen av reglene. I Nasjonalbudsjettet 2013 ble det orientert om de nye reglene om tilbakevektning i SPU, jf. Meld. St. 1 (2012–2013) Nasjonalbudsjettet 2013.

I Meld. St. 27 (2012–2013) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012 skrev departementet at i lys av endringene i reglene for tilbakevektning i SPU vil departementet etter råd fra Folketrygdfondet, vurdere om det er behov for å justere gjeldende tilbakevektingsregler også for SPN. Departementet ville i så fall komme tilbake til Stortinget med en orientering om dette.

Departementet mottok 12. februar 2014 brev fra Folketrygdfondet hvor erfaringene med reglene for tilbakevektning av referanseindeksen til SPN oppsummeres. Hovedkonklusjonen er at erfaringene med reglene for tilbakevektning er gode. Ifølge Folketrygdfondet har aksjeandelen ikke hatt store avvik fra den strategiske vekten over lengre tid, og SPN har oppnådd et bedre forhold mellom avkastning og risiko enn fondet ville hatt uten tilbakevektning. Kostnadene ved tilbake-

vektningene har vært moderate, og tilbakevektningene har trolig virket stabiliserende på det norske finansmarkedet.

Folketrygdfondet foreslår likevel enkelte justeringer i reglene. Med dagens tilbakevektingsregler kan det ta noe tid fra tilbakevektning er aktuelt til selve tilbakevektningen starter. I denne perioden mener Folketrygdfondet at forvaltningen hemmes ved at planlagte porteføljeendringer i stor grad avvantes som følge av den kommende tilbakevektningen. Folketrygdfondet foreslår derfor at tilbakevektning skal starte automatisk ut fra kriterier fastsatt av departementet, at departementet skal orienteres straks tilbakevektningssignalet er utløst, og at Folketrygdfondet skal rapportere i etterkant. De foreslåtte endringene vil ifølge Folketrygdfondet gjøre reglene for tilbakevektning noe enklere og redusere ulempene for forvaltningen. Folketrygdfondet skriver at de foreslåtte endringene ikke i vesentlig grad vil endre SPNs risikoeksponering, antallet tilbakevektninger over tid, transaksjonskostnader eller avkastning sammenliknet med dagens regler.

Dagens regler om tilbakevektning av SPN er ikke offentlige. SPN er en stor aktør i finansmarkedet med tidvis svak likviditet. Ifølge Folketrygdfondet tilsier hensynet til å unngå markeds-påvirkning og å sikre en forsvarlig gjennomføring av kapitalforvaltningen, at detaljerte parametere rundt gjennomføringen av tilbakevektningene unntas offentligheten.

3.3.2 Departementets vurderinger

Tilbakevektning av aksjeandelen er en del av strategien for SPN. FTFs beregninger viser at tilbakevektning har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet siden tilbakevektingsreglene ble innført i 2008. Departementet

merker seg at FTF vurderer at de foreslåtte endringene ikke i vesentlig grad endrer SPNs risikoeksponering, antall tilbakevektninger over tid, transaksjonskostnader eller avkastning sammenliknet med dagens regime. Finansdepartementet vil vurdere enkelte endringer i tilbakevektingsreglene for SPN på bakgrunn av rådene fra FTF.

4 Oppfølgingen av forvaltningen

4.1 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

4.1.1 Markedsutviklingen i 2013

Verdens aksjemarked var i 2013 preget av bred oppgang i utviklede markeder. Stigende renter bidro til at obligasjonsmarkedene ga en avkastning nær null. En viktig hendelse i første kvartal var det midlertidige budsjettforliket i USA, som ble fulgt av oppgang i aksjemarkedet. Økonomiske data fra eurosonen var svake gjennom kvartalet, og uroen rundt staters gjeldssituasjon tok seg opp igjen i mars med forespørselen fra kypriotiske myndigheter om en krisepakke.

I april annonserte den japanske sentralbanken at den ville benytte seg av vesentlige kvantitative lettelsener for å stimulere den økonomiske veksten. Dette resulterte i at japanske aksjer steg kraftig. I mai reagerte markedene negativt på at den amerikanske sentralbanksjefen uttalte at sentralbanken kunne komme til å redusere sine kjøp av obligasjoner i annenhåndsmarkedet i 2013. Risikable aktiva ble solgt og de langsiktige amerikanske rentene steg betydelig. Det japanske aksjemarkedet falt nesten 20 pst. I Kina forverret likviditetssituasjonen i finansmarkedet seg i juni da den kinesiske sentralbanken forsøkte å kontrollere kredittveksten. Eurosonen viste samtidig tegn til bedring. Brede globale aksjeindekser steg noe i andre kvartal samlet sett. Brede indekser for framvoksende markeder falt derimot kraftig i andre kvartal, etter en svak utvikling også i første kvartal. Obligasjonsindekser falt i verdi, i likhet med i første kvartal.

I tredje kvartal kom landene i eurosonen som helhet ut av sin lengste nedgangsperiode etter seks påfølgende kvartaler med negativ vekst. Veksten var sterkest i Tyskland og Frankrike, mens de mer perifere landene i eurosamarbeidet fremdeles hadde nedgang i BNP. I USA overrasket sentralbanken i september med ikke å redusere de kvantitative lettelsene. Det førte til at obligasjonsmarkedene brøt utviklingen med prisfall fra de to foregående kvartalene, og brede obligasjonsindekser steg. Også globale aksjemarkeder steg i

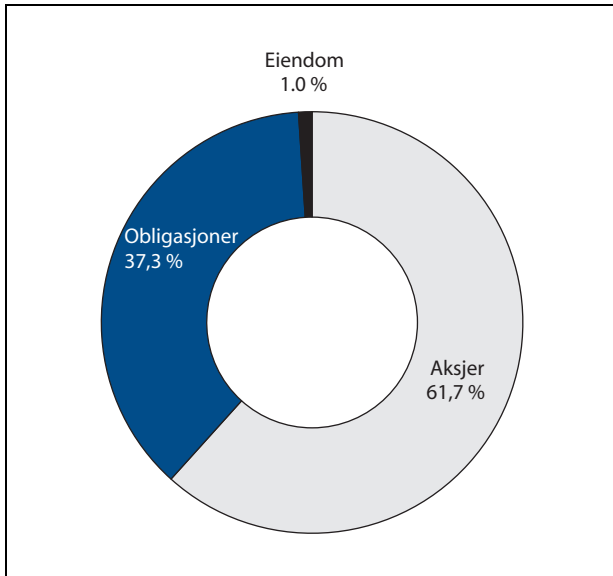
tredje kvartal. Framvoksende markeder bidro til oppgangen etter at det kinesiske interbankmarkedet viste tegn til stabilisering.

I USA var det i tredje og fjerde kvartal uro som følge av fortsatt uenighet i Kongressen rundt det føderale budsjettet, og spesielt hevingen av gjeldstaket (Kongressens vedtatte øvre grense for nasjonal gjeld). En toårig avtale som også omfatter gjeldstaket kom på plass i desember, og anses som en medvirkende årsak til at sentralbanken samme måned annonserte at den vil starte nedtrappingen av de kvantitative lettelsene. Den amerikanske sentralbanken kommuniserte også at kortsiktige renter vil bli holdt lave i lengre tid. Sammen med fortsatt gode økonomiske nyheter fra eurosonen, bidro begivenhetene i USA til å overskygge uroen i interbankmarkedet i Kina som kortvarig blusset opp igjen i desember. Obligasjonsmarkedene falt som følge av nyheten fra den amerikanske sentralbanken, og 10 års amerikanske statsrenter steg til 3 pst. Nyheten om nedtrappingen ble godt mottatt i aksjemarkedene, som steg i fjerde kvartal. Aksjemarkedene i framvoksende økonomier steg i fjerde kvartal, men gjeninnhenting var ikke stor nok til å forhindre et svakt år for aksjeinvesteringer i disse landene samlet sett.

4.1.2 Fondets markedsverdi

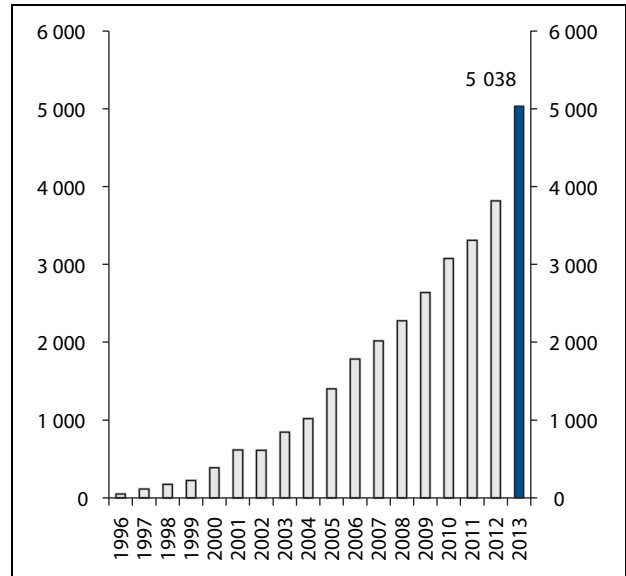
Ved utgangen av 2013 var markedsverdien til Statens pensjonsfond utland (SPU) 5 038 mrd. kroner. Verdiutviklingen i aksjemarkedet medførte at andelen aksjer i referanseindeksen oversteg 64 pst. ved utgangen av september 2013. Aksjeandelen i referanseindeksen ble derfor vektet tilbake til 60 pst. ved utgangen av den påfølgende måneden, i tråd med bestemmelsene i mandatet fra departementet. Ved utgangen av året var kapitalen i den faktiske porteføljen fordelt med 3 107 mrd. i aksjer, 1 879 mrd. i obligasjoner og 52 mrd. i eiendom, jf. figur 4.1.

I løpet av 2013 økte markedsverdien av fondet med 1 222 mrd. kroner. Figur 4.2 viser endringen i markedsverdien målt i kroner i 2013 og siden oppstart i 1996, fordelt på tilførsel, avkastning,



Figur 4.1 Fordeling av faktiske investeringer i SPU på aktivklasser ved utgangen av 2013. Prosent

Kilde: Norges Bank.



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

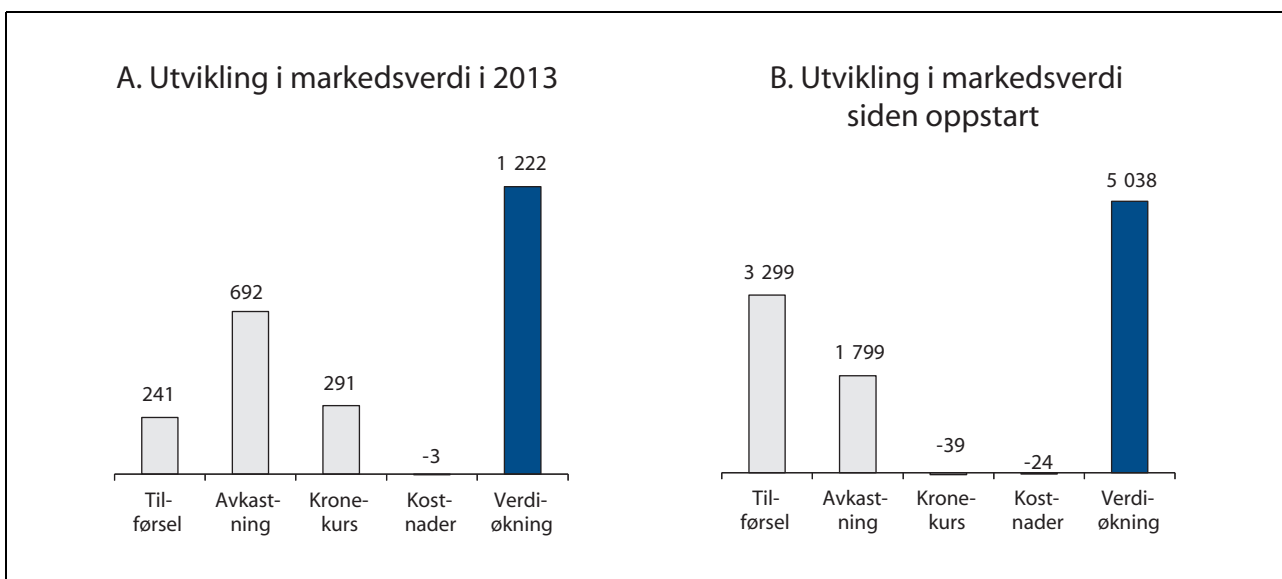
Kilde: Norges Bank.

endringer i kronekursen samt kostnader ved forvaltningen. Siden oppstart er det tilført til sammen 3 299 mrd. kroner, mens samlet avkastning etter fradrag for Norges Banks forvaltningskostnader er 1 775 mrd. kroner. Figur 4.3 viser verdiutviklingen av fondet siden oppstart.

I 2013 ble fondet tilført 241 mrd. kroner. I overkant av 2 mrd. kroner av tilførselen ble benyttet til å dekke Norges Banks kostnader ved forvaltningen av SPU i 2012. Av det resterende beløpet ble

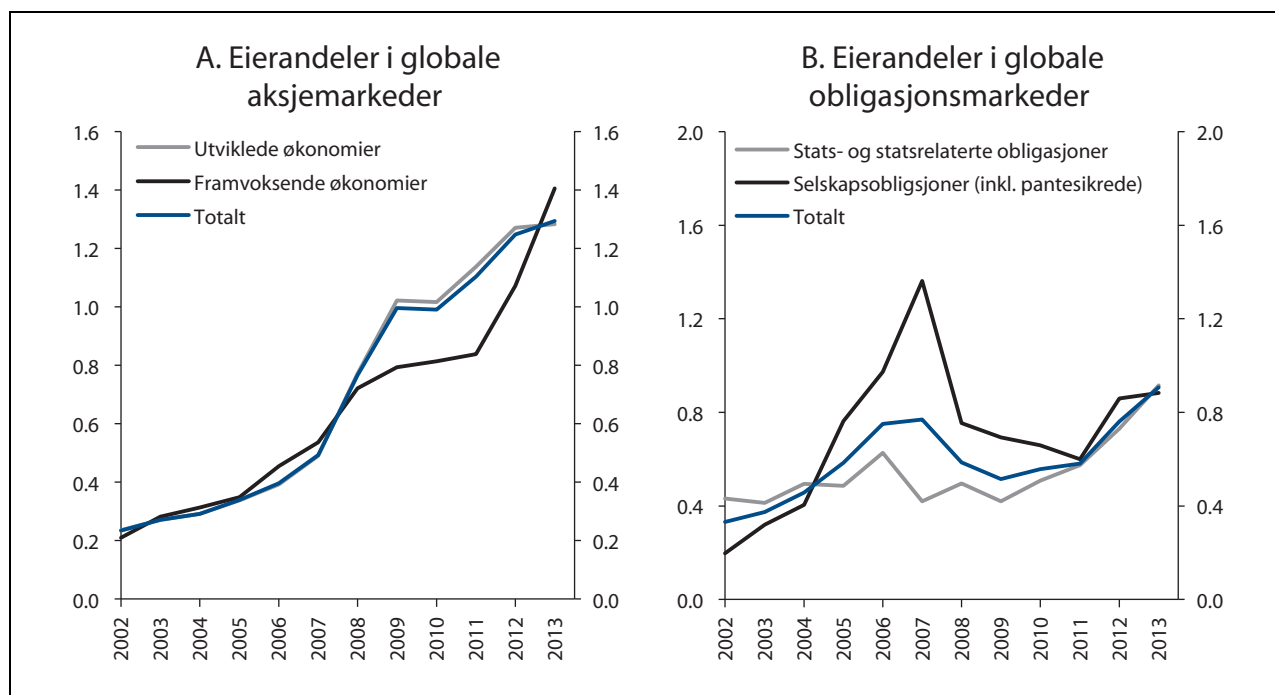
om lag 62 pst. investert i aksjer. Videre ble 30 pst. investert i obligasjoner, mens det ble handlet eiendom for 8 pst. Om lag 8 pst. av den tilførte kapitalen i 2013 ble investert i framvoksende markeder. Det tilsvarer om lag 19 mrd. kroner.

Ved utgangen av 2013 var 58 land godkjent som markedsplasser der fondet kan handle aksjer. Det er seks flere enn ved inngangen til året. Nye markedsplasser var Kuwait, Oman, Tunisia, Vietnam, Slovakia og Pakistan. Ved



Figur 4.2 Utviklingen i fondets markedsverdi i 2013 og siden oppstart av fondet i 1996. Milliarder kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.4 SPU's eierandeler i verdens aksje- og obligasjonsmarkeder. Prosent

Kilde: Norges Bank.

utgangen av året var om lag 10 pst. av aksjeholdningen plassert i framvoksende markeder. I 2013 foretok også fondet de første investeringene i det lokale statspapirmarkedet i Colombia, Filippinene og Ungarn. I følge tall fra Norges Bank var om lag 12 pst. av obligasjonsporteføljen investert i framvoksende markeder ved utgangen av året mot 10 pst. ved inngangen til året.

Ved utgangen av 2013 hadde fondet en gjennomsnittlig eierandel på om lag 1,3 pst. i de globale aksjemarkedene, slik det er definert av indeksleverandøren FTSE. Gjennomsnittlig eierandel var noe større i framvoksende markeder enn i utviklede markeder. Eierandelene i de globale obligasjonsmarkedene var om lag 0,9 pst. jf. figur 4.4.

I løpet av 2013 kjøpte fondet nye eiendommer i USA og Europa for drøyt 22 mrd. kroner. Eiendommene var i hovedsak fordelt på kontorer, kjøpesentre og logistikkbygninger. I tillegg til disse investeringene inngikk fondet mot slutten av 2013 avtaler om å kjøpe en kontoreiendom og en rekke logistikkeiendommer i USA. Disse transaksjonene vil bli fullført i løpet av 2014.

Ekstern forvaltning

Ved utgangen av 2013 var 3,8 pst. av SPU forvaltet av eksterne forvaltere. Andelen var den samme som ved forrige årsskifte. 96,2 pst. av fondet er forvaltet internt av Norges Bank. Det er i hovedsak

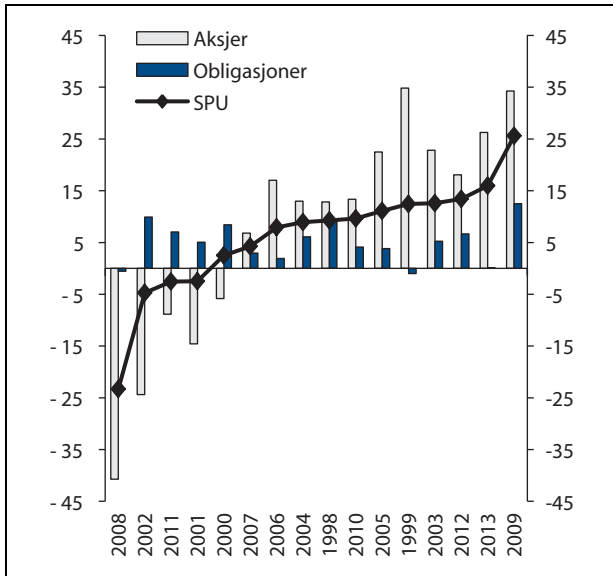
aksjemandater i framvoksende markeder og innen små selskaper i utviklede markeder som forvaltes eksternt. Dette er markeder og segmenter der Norges Bank ikke finner det hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse, samtidig som banken anser at det er gode muligheter for å oppnå meravkastning utover den generelle markedsutviklingen.

4.1.3 Avkastning

I rapporteringen av avkastningen av fondets investeringer legges det vekt på utviklingen målt i fondets valutakurv, jf. boks 4.1 og omtale i avsnitt 4.2. Investeringene i SPU er rettet inn mot å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft innenfor et moderat risikonivå. Endringer i kronkursen kan i enkelte år ha stor effekt på fondets verdi målt i norske kroner, men påvirker ikke fondets internasjonale kjøpekraft. Med mindre noe annet er oppgitt, er alle avkastningstall i dette avsnittet målt i fondets valutakurv.

Totalporteføljen

SPU fikk en samlet avkastning på 15,9 pst. i 2013, før fradrag for forvaltningskostnader, jf. tabell 4.1. Det var det nest beste resultatet i fondets historie, jf. figur 4.5. Sterk utvikling i aksjemarkedet bidro til det gode resultatet, mens avkastningen i obligasjonsmarkedet var om lag null. Siden 1998 har det



Figur 4.5 Årlig nominell avkastning av SPU sortert fra lavest til høyest avkastning. Målt i fondets valutakurv og før forvaltningskostnader. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

vært positiv avkastning i 12 av 16 år, og kun ett år med betydelig negativ avkastning (2008). Vedlegg 1 til denne meldingen viser avkastningen målt i norske kroner og i enkelte andre valutaer. I 2013 var avkastningen av SPU 25,1 pst. målt i norske kroner. Siden 1. januar 1998 har gjennomsnittlig årlig avkastning av SPU vært 5,7 pst. målt i fondets valutakurv, mens avkastningen i norske kroner har vært 5,5 pst. Målt i amerikanske dollar har den årlige avkastningen vært 6,8 pst.

Aksjer

Aksjeporteføljen oppnådde i fjor en avkastning på 26,3 pst. Fondets aksjeinvesteringer i Nord-Amerika, Europa og Japan oppnådde en avkastning rundt 30 pst. Framvoksende markeder hadde en svakere avkastning på om lag 1 pst., men det var store avkastningsforskjeller mellom land. Land med store betalingsunderskudd opplevde at kapital ble flyttet ut av landet, noe som førte til svak utvikling i de respektive aksjemarkedene.

Samtlige aksjesektorer hadde positiv avkastning i 2013. Telekommunikasjonssektoren var sektoren med høyest avkastning, med en avkastning på fondets investeringer på 37,5 pst. Helsesektoren var nest beste sektor i fondet med en avkastning på 35,0 pst. Forventninger om svakere vekst i Kina førte til redusert etterspørsel etter råvarer. Det påvirket utviklingen i materialsektoren, som var den svakeste sektoren med en avkastning på 5,1 pst.

Boks 4.1 Avkastning målt i fondets valutakurv og i norske kroner

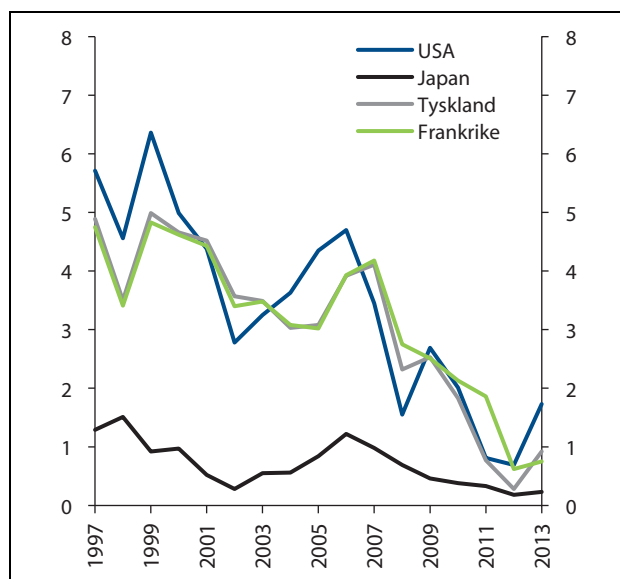
Fondskapitalen i SPU utgjør hoveddelen av statens finansielle sparing. Fondets kroneverdi er derfor relevant for statens økonomi isolert sett. For eksempel er utgangspunktet for handlingsregelen at overføringene fra SPU til statsbudsjettet regnes som fire pst. av fondets verdi i norske kroner. For Norge 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.

Salget 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 ikke vekslet om til norske kroner. For eksempel blir statens valutainntekter fra SDØE (Statens direkte økonomiske engasjement) overført direkte til Norges Bank, som så investerer dem 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.

Til tross for at 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, jf. omtale i avsnitt 4.2. I stedet benyttes en kurv av flere valutaer. Fondets valutakurv er en sammenvekting av de valutaer som inngår i referanseindeksen for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer, for tiden til sammen 34 valutaer.



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

Kilde: Macrobond.

Obligasjoner

Avkastningen av obligasjonsporteføljen i 2013 var 0,1 pst. Gjennom 2013 steg rentene på statsobligasjoner, opp fra meget lave nivåer ved inngangen til året, jf. figur 4.6. Når rentene stiger, faller kursen på obligasjoner, noe som trekker ned den samlede avkastningen av obligasjoner. Statsobligasjoner utgjorde over 60 pst. av obligasjonsinvesteringene og fikk en avkastning i 2013 på -2,3 pst. Realrenteobligasjoner var sektoren med svakest utvikling, med en avkastning på -3,0 pst. De utgjorde samtidig kun en liten del av fondets obligasjonsinvesteringer. Selskapsobligasjoner hadde en avkastning på 2,1 pst., mens obligasjoner utstedt av statsrelaterte selskaper fikk en avkastning på 1,9 pst. Pantesikrede obligasjoner hadde den sterkeste utviklingen med en avkastning på 7,7 pst. De pantesikrede obligasjonene er i hovedsak utstedt i euro. Euroen styrket seg mot valutakurven i 2013, noe som bidro til den høye avkastningen for disse obligasjonene målt i valutakurven.

Ved utgangen av 2013 var det gjennomsnittlige effektive rentenivået på fondets obligasjoner 2,4 pst. og durasjonen var på 5,1 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 utsatt for endringer i rentenivået enn en portefølje med kort durasjon. Durasjonen ved utgangen av året var noe lavere i fondet enn i referanseindeksen, noe som betyr at fondets faktiske portefølje var

noe mindre utsatt for renteøkninger relativt sett, enn referanseindeksen.

Eiendom

Samlet avkastning av eiendomsinvesteringene i 2013 var 11,8 pst. målt i fondets valutakurv. Den løpende avkastningen (netto leieinntekter) var 4,6 pst. Verdiendring på eiendommer og tilhørende gjeld ga et bidrag på 3,8 prosentenheter til den samlede avkastningen. Transaksjonskostnader ved kjøp av nye eiendommer reduserte resultatet med 0,4 prosentenheter. Avkastningen av hver enkelt eiendom måles i landets valuta. Eiendomsporteføljens samlede avkastning måles derimot i SPU valutakurv. Eiendomsporteføljen er i en oppbygningsfase og har til nå vært konsentrert om tre valutaer (euro, dollar og pund). Endringer i valutakursene kan derfor påvirke den målte avkastningen i fondets valutakurv i vesentlig grad. I 2013 bidro endringene i valutakurser til å øke avkastningen av eiendomsporteføljen med om lag 3,8 prosentenheter.

Det tar lang tid for indeksleverandørene å utarbeide avkastningstall for unotert eiendom. I Europa er Storbritannia et av de markedene hvor avkastningen foreligger først, og data fra indeksleverandøren IPD viser at avkastningen i det britiske markedet var i underkant av 11 pst. i 2013, målt i pund. I de øvrige landene i Europa hvor indeksen forelå ved utgangen av mars, var avkastningen i gjennomsnitt i overkant av 4 pst, målt som et vektet gjennomsnitt av avkastningen i lokal valuta. Hovedbildet er at det i Europa har vært en liten verdinedgang på eiendommer gjennom 2013. Løpende leieinntekter bidro til at den samlede avkastningen likevel var positiv. Avkastningen av IPDs amerikanske eiendomsindeks var drøyt 11 pst. i 2013, målt i dollar.

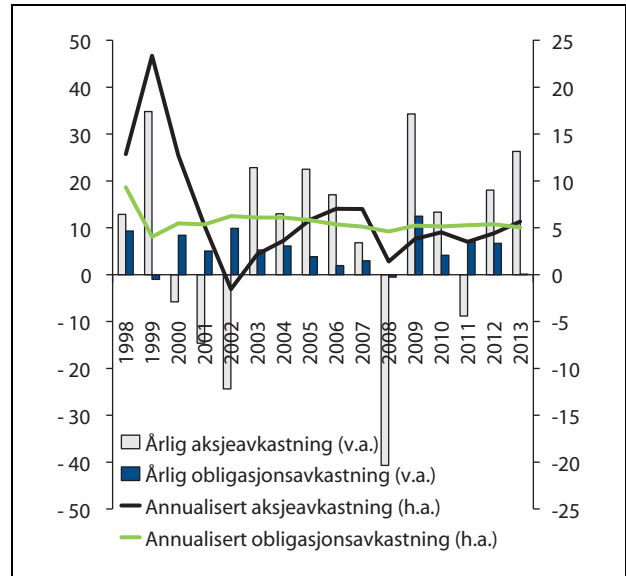
IPD utarbeider på oppdrag fra Finansdepartementet en årlig rapport om avkastningen av eiendomsinvesteringene i SPU. Den siste rapporten viser at avkastningen av SPU eiendomsportefølje i 2012 var noe bedre enn en indeks som inkluderer de europeiske landene hvor IPD er representert, med unntak av Norge. I 2012 var eiendomsporteføljen i SPU konsentrert om relativt få eiendommer i Europa, og sammenlikningen med en indeks har derfor begrenset informasjonsverdi. Rapporten er tilgjengelig på hjemmesiden til departementet (www.regjeringen.no/spf).

Norges Banks investeringer i fast eiendom følger internasjonale miljøstandarder for eiendomsutvikling og rapportering. Analyser av potensielle eiendomsinvesteringer inkluderer en vurdering av



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

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



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

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

miljøfaktorer. Tiltak knyttet til å forbedre effektiviteten av energi- og vannforbruk og avfallshåndtering inngår også i den kontinuerlige dialogen Norges Bank har med sine samarbeidspartnere.

Norges Bank er medlem av Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB), et rapporteringsverktøy for eiendomsselskaper. I 2013 rapporterte alle Norges Banks samarbeidspartnere informasjon om sitt arbeid med miljømessige forhold til GRESB.

Norges Bank bruker datterselskaper når de investerer i fast eiendom for å avgrense og klargjøre risiko og ansvar. Dette er i tråd med 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 Banks 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. Se også redegjørelse i St.meld. nr. 16 (2007–2008) Om forvaltningen av statens pensjonsfond i 2007.

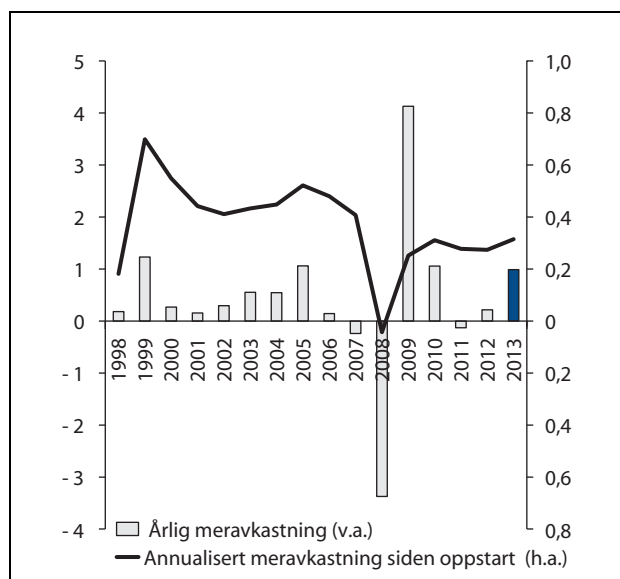
Norges Bank har opprettet datterselskap i Luxembourg som gjør og følger opp eiendomsin-

vesteringene i kontinental-Europa, jf. Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011. For de amerikanske eiendomsinvesteringene har Norges Bank opprettet selskaper i Delaware. Valget av disse jurisdiksjonene skyldes flere forhold som forutsigbare og solide juridiske rammeverk og 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.

Resultater av aksje- og obligasjonsinvesteringene

Over tid er det forventet at aksjer skal gi en høyere avkastning enn obligasjoner. Siden 1998 har fondet erfart at fallende rentenivå har bidratt til høy avkastning på obligasjoner. Markedet har i den samme perioden hatt to perioder med sterkt fallende aksjekurser, både i 2000 da kursene falt etter at IT-boblen sprakk og under finanskrisen i 2008. I perioden fra januar 1998 til og med desember 2012 hadde derfor aksjer en svakere utvikling enn obligasjoner sett under ett. Forskjellene i avkastning mellom aksjer og obligasjoner i 2013 bidro til at samlet avkastning siden 1998 er høyere for aksjer enn for obligasjoner ved utgangen av 2013. Dette gjelder både for referanseindeksene til fondet, jf.



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

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.10 Akkumulert meravkastning i SPU 1998–2013. Milliarder kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

figur 4.7, og for den faktiske avkastningen av fondet, jf. figur 4.8.

Ved utgangen av 2013 hadde avkastningen av aksjer bidratt med over 2/3 av den samlede avkastningen i fondet siden 1996. Avkastningen av aksjeinvesteringene tilsvarte 1 242 mrd. kroner mens avkastningen for obligasjoner tilsvarte 551 mrd. kroner. Samlet avkastning for eiendom tilsvarte 5 mrd. kroner.

Relativ avkastning

Avkastningen av fondets investeringer sammenliknes med avkastningen av referanseindeksen fastsatt av departementet. Samlet sett oppnådde Norges Bank i 2013 en avkastning før fradrag for kostnader som var 1,0 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Avkastningen av aksjeporteføljen var 1,3 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Departementet har beregnet at brutto meravkastning i aksjeporteføljen i 2013 tilsvarende om lag 28 mrd. kroner.¹

Det var investeringer innen sektorene finans og konsumvarer som bidro mest positivt til meravkastningen. Investeringene i helsesektoren bidro mest negativt. Fordelt på land var det aksjer i USA

og Tyskland som bidro mest positivt til meravkastningen, mens aksjer i Spania og Canada bidro mest negativt.

Avkastningen av fondets obligasjonsinvesteringer var 0,2 prosentenheter høyere enn referanseindeksens avkastning, noe som tilsvarende om lag 3 mrd. kroner. Obligasjonene i fondet hadde i gjennomsnitt noe kortere durasjon enn obligasjonene i referanseindeksen. Fondets obligasjonsportefølje ble derfor mindre påvirket av rentendringer og falt mindre i verdi enn referanseindeksen som følge av stigende renter gjennom året. En overvekt mot selskapsobligasjoner med fortrinnsrett utstedt i euro bidro også positivt til meravkastningen. Overvekt av statsobligasjoner fra framvoksende markeder bidro negativt til meravkastningen.

Siden 1.1.1998 har Norges Bank i gjennomsnitt oppnådd en brutto meravkastning per år på 0,31 prosentenheter, jf. figur 4.9. Dette er noe i overkant av forventningen som departementet tidligere har uttrykt, gitt utnyttelsen av rammene for avvik fra referanseindeksen for aksjer og obligasjoner, jf. Meld. St. 10 (2009–2010). Departementets beregninger viser at brutto meravkastning for fondet i perioden fra januar 1998 til desember 2013 totalt tilsvarende om lag 90 mrd. kroner, jf. figur 4.10.

¹ Beregnet ved å multiplisere meravkastningen i hver måned med kapitalen ved inngangen til måneden, for deretter å summere over alle månedene. Beregningen tar dermed ikke med effekten av renters rente.

Tabell 4.1 Avkastning av SPU i 2013, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2013, målt i fondets valuta-kurv og før fradrag for forvaltningskostnader. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2013
<i>SPU inkl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	15,95	8,62	12,03	6,30	5,70
Inflasjon	1,39	2,07	2,00	2,14	1,89
Forvaltningskostnader	0,07	0,07	0,09	0,10	0,09
Netto realavkastning	14,29	6,35	9,74	3,98	3,65
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	15,97	8,64	12,04	6,31	5,70
Referanseindeks	14,98	8,31	10,88	6,07	5,39
Meravkastning	0,99	0,33	1,16	0,24	0,31
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	26,28	10,77	15,64	7,81	5,66
Referanseindeks	24,99	10,42	14,96	7,33	5,13
Meravkastning	1,28	0,34	0,69	0,49	0,53
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	0,10	4,55	6,01	4,41	5,03
Referanseindeks	-0,15	4,39	4,17	4,20	4,82
Meravkastning	0,25	0,16	1,83	0,21	0,21
<i>Eiendomsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	11,79	4,57 ¹			

¹ Siden 1. april 2011.

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet.

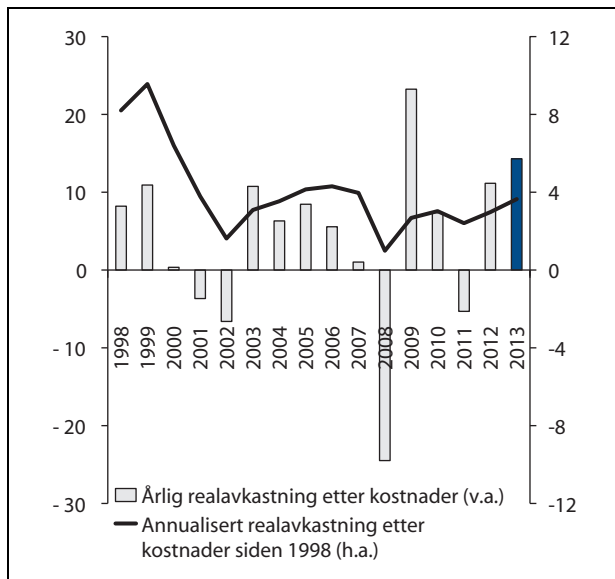
Realavkastning

Avkastningen av SPU i 2013 etter fradrag for forvaltningskostnader og inflasjon (netto realavkastning) var 14,3 pst., jf. figur 4.11. I perioden fra januar 1997 til desember 2013 var gjennomsnittlig årlig netto realavkastning 3,9 pst. Målt fra januar 1998 har gjennomsnittlig årlig netto realavkastning vært 3,6 pst. Dette er 0,7 prosentenheter høyere enn tilsvarende tall ved utgangen av 2012.

4.1.4 Risiko og rammer

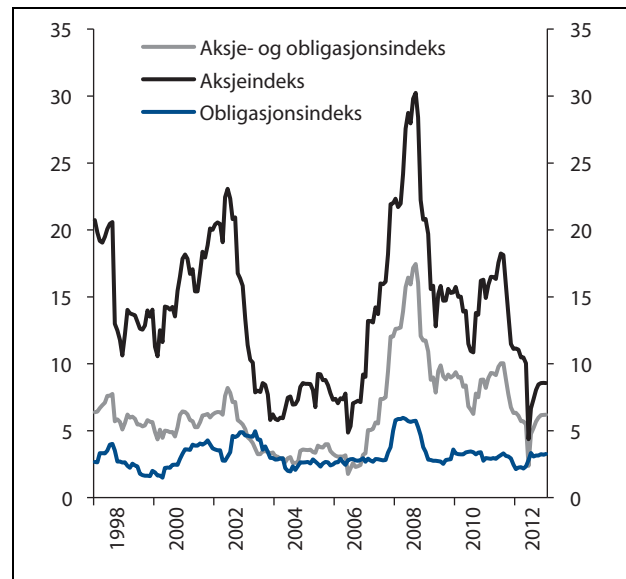
Risikoen i fondet

Standardavvik er et statistisk mål på risiko. Basert på forenklede antakelser om at avkastningstallene er normalfordelte over tid, kan standardavviket brukes til å si noe om forventede normale svingninger i fondets årlige avkastning, målt i fondets valutakurv. Norges Bank har beregnet at forventet standardavvik ved utgangen av 2013 var 9,3 prosentenheter, eller om lag 470 mrd. kroner med en fondsstørrelse på 5 038 mrd. kroner. I ett av tre år vil svingningene være større. Historisk har utslagene vært større enn det som følger av antakelser om normalfordeling.



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

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



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

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Figur 4.12 viser hvordan det realisererte standardavviket til SPU's referanseindekser 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 markedsuro, som under finanskrisen i 2008–2009, har risikoen målt ved standardavviket vært vesentlig høyere enn for hele perioden sett under ett. I 2013 falt risikoen i første halvår, men steg igjen i andre halvår. Ved utgangen av året var risikoen for hele fondet om lag på nivå med risikoen ved inngangen til året. Det er utviklingen i aksjemarkedet som i størst grad påvirker samlet risiko i fondet.

Ved utgangen av 2013 var risikoen i obligasjoner de siste 12 månedene om lag på det historiske gjennomsnittet for perioden 1998–2013. Risikoen i aksjer var på et lavt nivå sammenliknet med historisk utvikling i figur 4.12 og departementets langsiktige forventninger.

Relativ risiko

I mandatet for SPU er det rammer for hvor mye Norges Bank gjennom sin forvaltning kan avvike fra referanseindeksen målt ved forventet relativ volatilitet. Formålet med slike avvik er å oppnå en høyere avkastning enn referanseindeksen ved å utnytte svakheter i indeksen og muligheter i markedet, samt fondets særtrekk. For å ramme inn

risikoen i forvaltningen, er det fastsatt flere supplerende risikomål i mandatet.

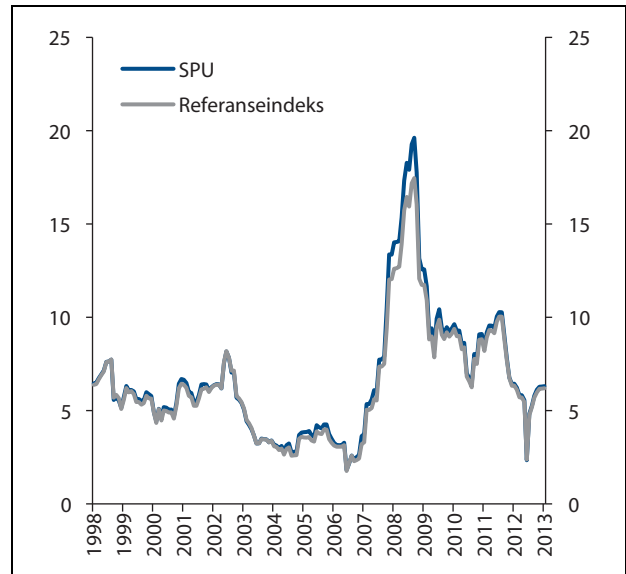
Forventet relativ volatilitet er et statistisk mål på hvor store forskjeller en kan forvente mellom fondets faktiske avkastning og avkastningen av referanseindeksen. Ifølge mandatet for SPU, skal Norges Bank legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1 prosentenheter. Dersom en antar at avkastningsavvikene er normalfordelt, betyr det at en kan forvente at fondet i to av tre år vil ha en avkastning som avviker med mindre enn 1 prosentenheter fra avkastningen til referanseindeksen. I ett av tre år må en forvente at avviket vil være større enn 1 prosentenheter. Departementet har lagt vekt på at det kan oppstå helt spesielle situasjoner hvor forventet relativ volatilitet blir høyere uten at dette innebærer et brudd på mandatet. Metoden for å beregne forventet relativ volatilitet fastsettes av Norges Bank og godkjennes av departementet. Ifølge Norges Bank, var beregnet forventet relativ volatilitet gjennom 2013 godt under 1 prosentenheter, og ble beregnet til 0,6 prosentenheter ved utgangen av året.

Rammen for avvik fra indeksen gjelder forventede avvik fram i tid. I ettertid kan det være nyttig å sammenlikne med de faktiske avvikene. 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



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

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.14 Rullerende 12 måneders standardavvik i SPU-faktiske portefølje og i referanseindeksen. Prosentenheter

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

2013 var den realiserede relative volatiliteten de foregående 12 månedene 0,4 prosentenheter, noe lavere enn det Norges Bank forventer framover.

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.

Figur 4.14 viser utviklingen i standardavviket for fondet og for referanseindeksen, basert på avkastningen i rullerende 12 måneders perioder. Mesteparten av tiden siden 1998 har risikoen i fondet vært om lag på høyde med risikoen i referanseindeksen. Et unntak var under og etter finanskrisen i 2008, da risikoen i fondet var høyere enn i indeksen. Figuren viser at det i all hovedsak er risikoen i referanseindeksen som er avgjørende for den samlede risikoen i fondet, mens Norges banks avvik fra referanseindeksen gir et mindre bidrag. Det er i tråd med konklusjonene i rapporten fra Ang, Brandt og Denison, jf. nærmere omtale i avsnitt 2.2. Gjennom 2013 har risikoen i fondet målt på denne måten 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 rammen for avvik fra referanseindeksen. Oppnådd meravkastning i

forhold til relativ volatilitet kalles informasjonsrate og er et uttrykk for den risikostjerte meravkastningen av investeringene. Med en forventet meravkastning på om lag $\frac{1}{4}$ prosentenheter, og en forventet relativ volatilitet på under 1 pst, burde forventet informasjonsrate over tid bli vel $\frac{1}{4}$. I perioden 1998–2013 oppnådde Norges Bank en informasjonsrate på i overkant av 0,4. I samme periode var informasjonsraten i aksjeporteføljen om lag 0,6, mens den i obligasjonsporteføljen var i underkant av 0,2, jf. tabell 4.2. De beregnede informasjonsratene viser at Norges Bank har oppnådd en meravkastning noe over forventningen på om lag $\frac{1}{4}$ prosentenheter samtidig som den målte relative risikoen har vært lavere enn rammen på 1 pst. Resultatet er en risikostjert meravkastning som er bedre enn forventet.

Kredittrisiko

Alle obligasjonene som inngår i referanseindeksen til SPU er tilordnet en kredittkarakter² av minst ett av de store kredittvurderingsbyråene. Formålet med en kredittkarakter er å indikere

² Karaktterskalaen for kredittkvalitet er AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D, hvor AAA er beste karakter. Obligasjoner med kredittverdighet AAA til og med BBB anses å ha høy kredittverdighet og kalles «investment grade». Obligasjoner med lavere kredittverdighet anses for å ha lav kredittverdighet og kalles «high yield».

Tabell 4.2 Absolutte og relative risikomål for SPU, månedlige observasjoner.
Januar 1998–desember 2013

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2013
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Absolutt volatilitet (prosentenheter)	6,31	7,27	9,01	8,54	7,67
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,38	0,37	0,68	0,90	0,75
Skjevhet ¹	-1,08	-0,60	-0,20	-1,08	-0,96
Kurtose ²	4,04	3,11	2,83	6,85	6,77
Informasjonsrate ³	2,62	0,90	1,70	0,27	0,42
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (prosentenheter)	8,76	12,39	15,05	14,81	15,63
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,35	0,43	0,41	0,80	0,85
Skjevhet	-0,98	-0,70	-0,22	-0,97	-0,80
Kurtose	3,92	3,91	3,22	5,57	4,32
Informasjonsrate	3,71	0,81	1,68	0,61	0,62
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (prosentenheter)	2,95	2,67	3,42	3,55	3,48
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,61	0,45	1,36	1,42	1,13
Skjevhet	-0,31	-0,33	-0,08	-0,46	-0,41
Kurtose	1,91	2,71	3,21	4,57	4,11
Informasjonsrate	0,41	0,37	1,35	0,15	0,19

¹ Skjevhet er et mål på asymmetrien i fordelingen av avkastningstall. En positiv skjevhet innebærer at det er flere veldig høye verdier enn det er veldig lave verdier sammenliknet med middelveien, og motsatt.

² Kurtose er et mål på hvor sannsynlig det er at ekstreme positive eller negative verdier inntreffer. En verdi over 3 tilsier at ekstremverdier inntreffer oftere enn ved en normalfordeling.

³ Informasjonsrate (IR) er et risikjustert mål som forteller hvor mye meravkastning en forvalter har oppnådd målt mot den aktive risikoen (relativ volatilitet).

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

hvor sannsynlig det er at låntaker vil være i stand til å betale rentekostnadene og tilbakebetale lånet. Andelen obligasjoner med kredittkarakteren A eller svakere ved utgangen av 2013 var på 29 pst. Det er samme nivå som ved utgangen av 2012.

Obligasjoner med svak kredittkarakter, såkalte høyrenteobligasjoner, inngår ikke i referanseindeksen til SPU. Det er likevel åpnet for at Norges Bank kan investere i slike verdipapirer innenfor de rammer som er satt for forvaltningen.

Departementet har fastsatt at forvaltningen skal innrettes med sikte på at slike obligasjoner ikke utgjør mer enn 5 pst. av markedsverdien av obligasjonsporteføljen. Dette sikrer også at Norges Bank ikke må selge obligasjoner som får sin kredittkarakter nedjustert. Ved utgangen av 2013 rapporterte Norges Bank at andelen av obligasjoner som var klassifisert som høyrenteobligasjoner var 0,6 pst., mot 0,7 pst. ved inngangen til året.

Tabell 4.3 Rammer for forvaltningen av SPU fastsatt av hovedstyret i Norges Bank

Risiko	Rammer	Faktisk utnyttelse per 31.12.2013 (pst.)
Motpartsrisiko ¹	Maksimalt 0,5 pst. for en enkelt motpart	0,1
Kredittrisiko ²	En enkelt utsteder av obligasjoner med lavere kredittvurdering enn kategori BBB- kan maksimalt utgjøre 1 pst. av obligasjonsinvesteringene	0,1
Sammenfall ³ mellom faktiske investeringer og referanseindeksen	Aksjer minimum 60 pst. Obligasjonsutstedere minimum 60 pst.	81,1 74,0
Likviditetskrav for fondet utenom eiendom	Minst 10 pst. i statsobligasjoner utstedt av USA, Storbritannia, Tyskland, Frankrike og Japan	14,9
Belåning	Maksimalt 5 pst. av aksje- og obligasjonsinvesteringene	0,1
Verdipapirutlån	Maksimalt 35 pst. av fondet	3,3
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	0,8
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.

Enkeltinvesteringer

Fondets vekst de siste årene har medført økte eierandeler i en rekke selskaper. Ved utgangen av 2013 eide fondet over 2 pst. i 1 088 selskaper, opp fra 891 ved utgangen av 2012. Antall selskaper der fondet eide mer enn 5 pst. økte til 45 selskaper, fra 34 ved inngangen til året.

Fondets rolle er å være en finansiell investor. Det er et mål å spre risikoen på best mulig måte. Departementet har derfor fastsatt en bestemmelse om at fondet maksimalt kan eie 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i et enkelt selskap. Ved utgangen av 2013 var den største eierandelen i et enkelt selskap 9,4 pst. Fondets største investering i et enkelt selskap ved utgangen av 2013 hadde en markedsverdi på 39 mrd. kroner.

Ved utgangen av 2013 eide fondet aksjer i 8 213 selskaper, opp fra 7 427 selskaper ett år tidligere.

Rammer satt av Norges Bank

I tillegg til kravene nevnt over, skal hovedstyret i Norges Bank fastsette ytterligere rammer for å styre og begrense risikoen i forvaltningen av SPU. Endringer i de supplerende risikorammene skal legges fram for departementet før de treer i kraft. Tabell 4.3 viser hvilke rammer hovedstyret har satt for ulike risikokategorier, samt det faktiske nivået ved utgangen av 2013.

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 eiendom ble gjennomført i 2011, og Norges Bank er pålagt å spre opptrappingen av investeringene over flere år. I tillegg er hovedstyret i Norges Bank pålagt å

Tabell 4.4 Rammer for SPUs investeringer i eiendom fastsatt av Finansdepartementet

Risiko	Rammer	Faktisk utnyttelse per 31.12.2013 (pst.)
Landfordeling	Frankrike, Storbritannia og Tyskland: Inntil 35 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	7,2
	Andre land: Inntil 10 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	2,8
Sektorfordeling	Kontorbygg: 0-60 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	
	Detaljhandel: 0-60 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	13,1
	Øvrig eiendom: 0-30 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	5,0
Investeringer i eiendom i framvoksende markeder	Maksimalt 10 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	0,9
Investeringer i eiendom under utvikling	Maksimalt 15 pst. av eiendomsinvesteringene	4,3
Investeringer i eiendom som ikke er utleid	Maksimalt 15 pst. av eiendomsinvesteringene	5,0
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	0,0
Gjeldsgrad	Maksimalt 50 pst. av eiendomsinvesteringene	11,0
	Maksimalt 70 pst. for hver investering	53,3

Kilde: Norges Bank.

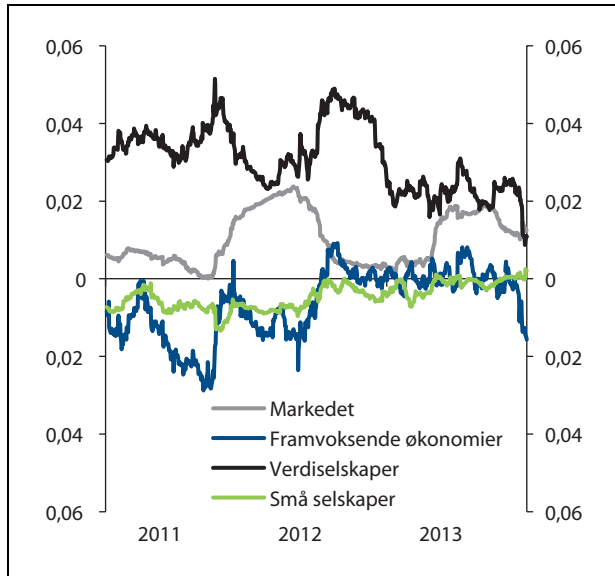
utforme ytterligere rammer for å begrense risikoen i eiendomsinvesteringene, jf. tabell 4.4. I tillegg til rammene i tabell 4.4 har hovedstyret fastsatt at maksimalt 2 pst. av fondet i ett enkelt år kan investeres i eiendom.

Systematiske risikofaktorer

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

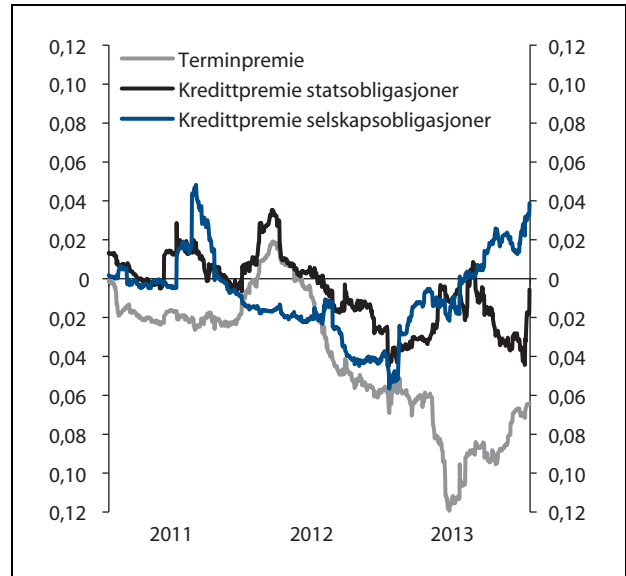
skapets aksjer i forhold til fundamentale størrelser som selskapets bokførte egenkapital, overskudd, salg eller utbytte. Hvor utsatt fondet er mot slike faktorer kan analyseres ved å sammenlikne meravkastningen på fondet med avkastningen på slike faktorer.

Figur 4.15 viser resultatet av en slik analyse av aksjeporteføljen som er utført av Norges Bank. Analysene indikerer at aksjeporteføljen de siste to årene har vært mer utsatt for utviklingen i små selskaper enn referanseindeksen. Aksjeporteføljen har også vært noe mer utsatt for utviklingen i markedet enn indeksen. For de andre faktorene er det kun mindre utslag. Hvor stor andel av svingningene i meravkastningen som kan forklares av modellen varierer over tid. Ifølge Norges Bank, forklarer risikofaktorene som er benyttet i analysen om lag 20 pst. av svingningene til meravkastningen i aksjeporteføljen i 2013. Resultatene fra modellen er beheftet med usikkerhet.



Figur 4.15 Systematiske risikofaktorer i SPU's aksjeportefølje. Koeffisienter

Kilde: Norges Bank.



Figur 4.16 Systematiske risikofaktorer i SPU's obligasjonsportefølje. Koeffisienter

Kilde: Norges Bank.

Figur 4.16 viser en analyse av systematiske risikofaktorer i obligasjonsporteføljen. Analysen indikerer at obligasjonsporteføljen mot slutten av 2012 og gjennom 2013 var mindre utsatt for økninger i obligasjonsrentene enn referanseindeksen (fondet var undervektet terminpremien). Det innebærer at fondet taper mindre relativt sett enn referanseindeksen når rentene stiger, men samtidig at fondet tjener mindre dersom rentene skulle falle. Analysen gir ikke noe entydig bilde på om kredittrisikoen i obligasjonsporteføljen er høyere eller lavere enn i referanseindeksen. Det synes som om dette varierer over tid. Ifølge Norges Bank, kan modellen forklare bare en mindre andel (om lag 30 pst.) av svingningene i meravkastningen i 2013.

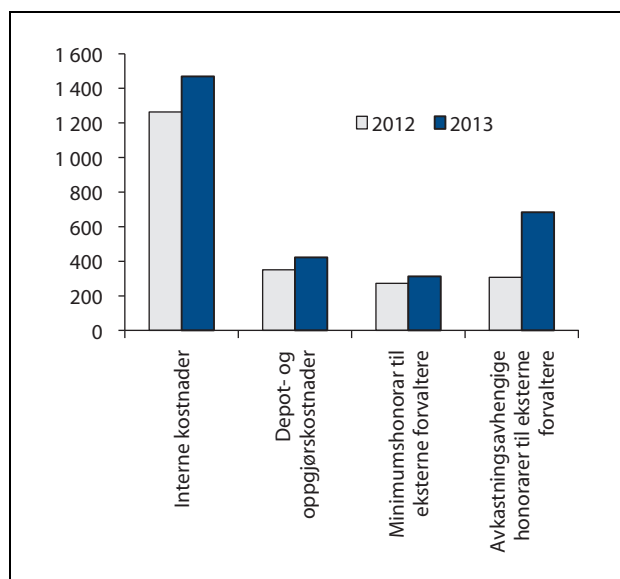
4.1.5 Kostnader

I henhold til mandatet som departementet har gitt Norges Bank, får banken dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en øvre grense, som for 2013 var satt til 0,09 pst. (9 basispunkter) av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. I tillegg godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Forvaltningskostnadene utenom de avkastningsavhengige honorarene til eksterne forvaltere var 2,2 mrd. kroner i 2013. Det tilsvarer 0,05 pst. av fondets gjennomsnittlige markedsverdi, en nedgang fra 0,053 året før.

De samlede forvaltningskostnadene økte i 2013 til 2,9 mrd. kroner fra 2,2 mrd. kroner i 2012. Økte honorarer til eksterne forvaltere som følge av høyere meravkastning var den viktigste årsaken til oppgangen, jf. figur 4.17. I tillegg økte minimumshonorarene til eksterne forvaltere som følge av at de fikk mer kapital til forvaltning. Depotkostnadene er til dels avhengig av kapitalen i fondet, og steg på grunn av verdistigningen i fondet. Antall ansatte økte til 370, fra 336 ved inngangen til 2013, noe som førte til økte lønns- og personalkostnader. Deler av forvaltningskostnadene er i andre valutaer enn norske kroner. Kronen sveket seg gjennom 2013, og det bidro til at kostnadene i andre valutaer økte målt i norske kroner. De samlede forvaltningskostnadene i 2013 utgjorde 0,066 pst. av fondets gjennomsnittlige markedsverdi.

Det vil påløpe 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 2013 utgjorde disse kostnadene 61 mill. kroner, men vil trolig øke noe framover ettersom eiendomsporteføljen vokser. Disse kostnadene regnes inn som del av kostnadsrammen på 9 basispunkter som Norges Bank får dekket fra departementet.



Figur 4.17 Kostnader i SPU fordelt på ulike kostnadskomponenter i 2012 og 2013.

Millioner kroner

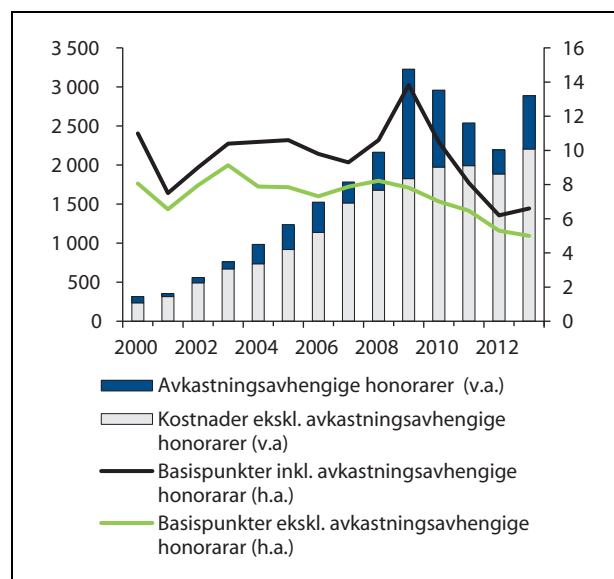
Kilde: Norges Bank.

Internasjonal sammenlikning av kostnadene

Selskapet CEM Benchmarking Inc. har sammenliknet fondets kostnader i 2012 med kostnadene i andre fond, jf. rapport som er offentliggjort på departementets hjemmeside. Sammenlikningen viser at SPU har den billigste forvaltningen av alle fondene som leverer tall til CEM, når kostnadene måles i forhold til kapital til forvaltning. En av grunnene er at SPU har få investeringer i aktivaklasser hvor kostnadene er relativt sett høye, som for eksempel unoterte aksjer og eiendom. En annen grunn er at mesteparten av kapitalen forvaltes internt i Norges Bank og at banken kun i mindre grad benytter eksterne forvaltere. CEM finner også at den interne forvaltningen i Norges Bank er kostnadseffektiv sammenliknet med forvaltningen til de andre fondene.

Kostnadsutvikling over tid

Når de avkastningsavhengige kostnadene holdes utenfor, har forvaltningskostnadene målt i millioner kroner økt over tid. Enkelte kostnader er avhengig av størrelsen på fondet og vil øke når kapitalen i fondet vokser. Norges Bank har økt bemanningen innenfor forvaltningen av fondet. De siste årene har det spesielt vært behov for flere årsverk i forbindelse med eiendomsinvesteringene. Sammen med generell lønnsøkning har det bidratt til økte interne kostnader. Økningen i



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

Kilde: Norges Bank.

kostnadene har likevel vært mindre enn økningen i fondets verdi, slik at kostnadene som andel av kapital under forvaltning har falt jf. figur 4.18.

4.1.6 Miljørelaterte mandater

I 2009 ble det besluttet å etablere særskilte mandater for miljørelaterte investeringer innenfor SPU, jf. Meld. St. 20 (2008–2009). Investeringene gjøres innenfor samme rammeverk som fondets øvrige investeringer og er en del av Norges Banks forvaltning. Departementet skrev i Meld. St. 15 (2010–2011) at det er lagt opp til at investeringene normalt skal være i intervallet 20 – 30 mrd. kroner.

Høy avkastning i 2013 bidro til at verdien av investeringene ved utgangen av 2013 var på drøyt 31 mrd. kroner. Ved utgangen av året var det investert i 166 selskaper innen fornybar energi og vann- og avfallshåndtering. Samlet avkastning av de miljørelaterte investeringene var om lag 41 pst. i 2013, målt i fondets valuta-kurv. Dette er betydelig bedre enn avkastningen av fondets øvrige aksjeinvesteringer. Over tid har likevel avkastningen vært lavere for disse investeringene enn for fondets øvrige aksjeinvesteringer. I perioden 2010–2013 var den årlige gjennomsnittlige avkastningen av de miljørelaterte investeringene 2,7 pst., mens den tilsvarende avkastningen for fondets aksjeportefølje var 11,4 pst., jf. omtale i avsnitt 2.2.3.

4.1.7 Operative referanseporteføljer

Norges Bank har etablert såkalte operative referanseporteføljer for aksje- og obligasjonsporteføljene. Det er disse referanseporteføljene som Norges Bank måler sine forvaltere opp mot. Referanseporteføljene tar utgangspunkt i referanseindeksen fra departementet, men gjør justeringer blant annet for bedre å ivareta fondets særtrekk. Avvikene skjer innenfor rammene for avvik fra referanseindeks. Referanseporteføljen for aksjer fikk en avkastning i 2013 på 25,0 pst., noe som var på nivå med avkastningen til departementets referanseindeks. Referanseporteføljen for obligasjoner fikk en avkastning på -0,7 pst., noe som var 0,6 prosentenheter svakere enn avkastningen av referanseindeksen. Forskjellen skyldtes i hovedsak at referanseporteføljen for obligasjoner hadde en høyere andel av statsobligasjoner fra framvoksende markeder enn referanseindeksen.

4.1.8 Endringer i referanseindeksen for statsobligasjoner

Forvaltningen av obligasjonsporteføljen i SPU tar utgangspunkt i en referanseindeks utarbeidet av indeksleverandøren Barclays. SPUs referanseindeks for obligasjoner består utelukkende av obligasjoner med høy kredittvurdering, såkalt «investment grade», og er satt sammen av to deler: 70 pst. obligasjoner utstedt av stater og 30 pst. utstedt av selskaper.

I Meld. St. 17 (2011-2012) beskrev departementet flere endringer i SPUs strategiske referanseindeks for obligasjoner. For statsdelen av obligasjonsindeksen ble det innført BNP-vekter og et prinsipp om at statsdelen skal omfatte statsobligasjoner fra de land som er godkjent av Barclays (med unntak av norske kroner). Departementet skrev bl.a.:

«Departementet legger opp til å ta inn alle valutaer som inngår i den BNP-vektede statsobligasjonsindeksen fra indeksleverandøren Barclays Capital. Dersom indeksleverandøren endrer utvalget av valutaer fra framvoksende markeder, vil SPUs obligasjonsindeks endres tilsvarende. Som for øvrige deler av statsdelen av indeksen legges det opp til å bruke prinsippet om BNP-vekting av enkeltland for de nye framvoksende markedene.»

Norges Bank har i brev til Finansdepartementet 14. mars 2014 pekt på at deres erfaring med å forvalte en BNP-vektet statsobligasjonsportefølje i all hovedsak er god. Samtidig skriver banken at fondet får høye eierandeler i land som har forholdsvis høyt nasjonalprodukt og lite marked for statsobligasjoner.

Banken viser til at indeksleverandøren Barclays annonserte i november 2013 at nominelle statsobligasjoner utstedt i russiske rubler og tyrkiske lire vil inngå i Barclays BNP-vektede indeks fra og med handledagens slutt 31. mars 2014³, og at denne endringen gjør det nødvendig å vurdere sammensetningen av referanseindeksen opp mot rimelige krav til investerbarhet for fondet.

Norges Banks gjennomgang viser at fondet, dersom det ble investert lik referanseindeksen, ville eie om lag 17, 14, 13 og 6 pst. av statsobligasjonsmarkedet i henholdsvis i Chile, Hong Kong, Russland og Tyrkia. Banken skriver at:

«Dette er etter vår vurdering en for høy eierandel i et enkeltmarked og en posisjon det i praksis vil være krevende å etablere på en kostnads-effektiv måte. Det er derfor vår vurdering at markedene for statsobligasjoner i disse landene i dag ikke er investerbar for fondet i det omfang referanseindeksen tilsier.»

Videre skriver banken at:

«BNP-vektene i den strategiske referanseindeksen for statsobligasjoner bør tilordnes en justeringsfaktor for å sikre at indeksen er investerbar for fondet. Vi anbefaler at departementet setter denne faktoren til 0,25 for Chile, Hong Kong og Russland og 0,5 for Tyrkia med virkning fra 31.03.14»

Departementet deler bankens vurdering av at hensynet til investerbarhet taler for å justere indeksvektene for de fire aktuelle valutaene. Justeringsfaktorene er fastsatt i tråd med bankens forslag. Endringene er gjennomført med virkning fra og med 1. april 2014. Departementet har merket seg at banken skriver at de vil komme tilbake til problemstillingen om investerbarhet på et mer generelt grunnlag senere.

³ Inflasjonssikrede statsobligasjoner (realrenteobligasjoner) utstedt av New Zealand og Danmark ble tatt inn i statsdelen av referanseindeksen hhv. 1. januar og 1. april i år. De to nye realrentemarkedene vil kun påvirke fordelingen på ulike delmarkeder innenfor de aktuelle landvektene, som er gitt ved relativ BNP.

4.1.9 Departementets vurdering

2013 var et år med gode resultater. Avkastningen av SPU i 2013 på nærmere 16 pst. var det nest beste resultatet siden fondet ble opprettet. 2013 ble det andre året på rad med høy avkastning på fondets investeringer. Avkastningen var særlig høy i aksjemarkedet, mens stigende renter bidro til at avkastningen i obligasjonsporteføljen var nær null. Avkastningen i både aksje- og obligasjonsporteføljen var høyere enn i referanseindeksen. Samlet var avkastningen av SPUs investeringer om lag 1,0 prosentenheter høyere enn referanseindeksen.

Departementet er tilfreds med at gjennomsnittlig årlig avkastning siden 1998 har vært 0,31 prosentenheter høyere enn referanseindeksen. Dette resultatet er over forventningen om $\frac{1}{4}$ prosentenheter som departementet tidligere har uttrykt.

Unoterte eiendomsinvesteringer er et nytt investeringsområde for Norges Bank. Det er nødvendig å bygge kompetanse og erfaring med denne aktivklassen, og det vil ta tid. Departementet er tilfreds med måten banken så langt har utført denne oppgaven på.

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

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 er i stand til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. Departementet er opptatt av at kostnadene må holdes under kontroll. Eiendomsinvesteringene vil isolert sett bidra til høyere kostnader, mens veksten i fondets størrelse fortsatt bør gi rom for å utnytte stordriftsfordeler. Departementet er også innforstått med at endringer i kronekursen kan påvirke kostnadsnivået.

4.2 Måling av avkastning i internasjonal valuta

4.2.1 Innledning

Siktemålet for investeringene i SPU er å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft innenfor et

moderat nivå på risiko. Det legges derfor størst vekt på å rapportere SPUs avkastning i internasjonal valuta og ikke i norske kroner, jf. boks 4.1. I dette avsnittet drøftes metoden som brukes for å beregne fondets avkastning i internasjonal valuta.

4.2.2 Dagens metode for å beregne SPUs avkastning

I et nasjonalt perspektiv skal midlene i SPU finansiere framtidig kjøp av varer og tjenester som er produsert internasjonalt – dvs. 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.

Det finnes ikke én bestemt valuta som er riktig for å rapportere avkastningen målt i internasjonal valuta. I stedet benyttes en kurv av flere valutaer. Dagens valutakurv er en sammenvekting av de valutaer som inngår i referanseindeksen for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer, for tiden 34 valutaer.

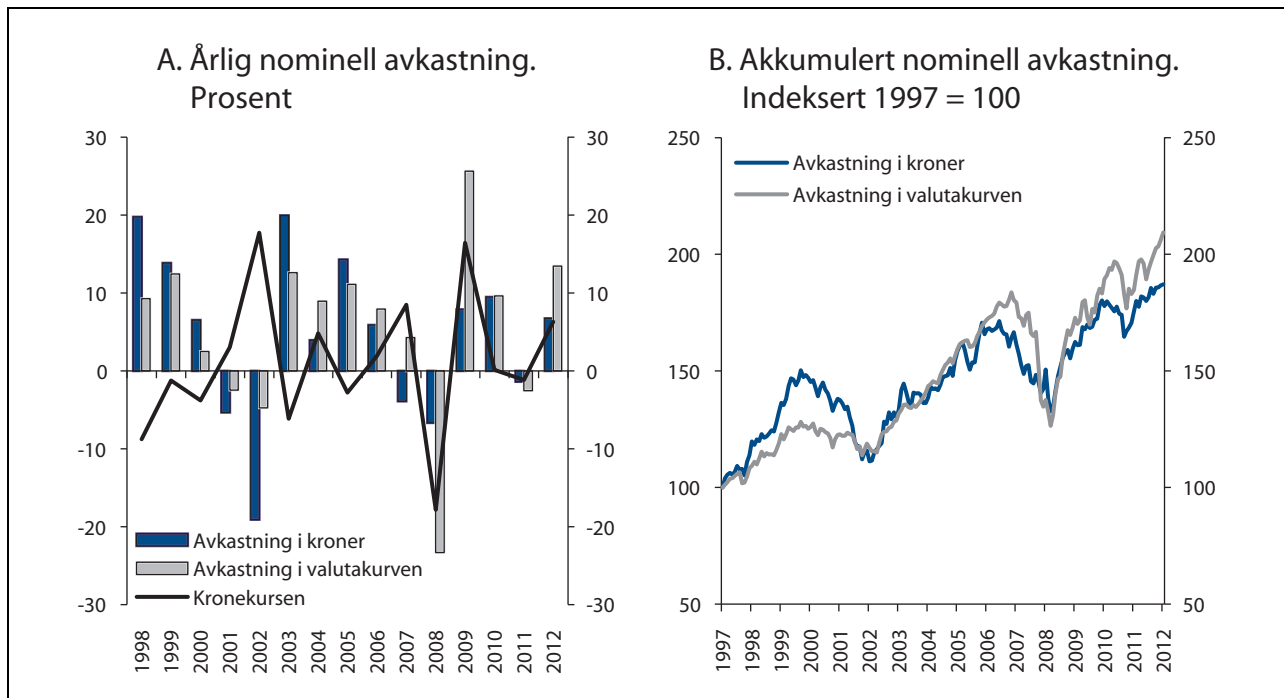
Figur 4.19A viser at det kan være betydelige forskjeller fra år til år mellom avkastningen målt i valutakurven og avkastningen målt i norske kroner. Dette skyldes at avkastningen i norske kroner påvirkes av svingningene i kronekursen. Over tid er imidlertid effekten av svingningene i kronekursen mindre framtreddende, se figur 4.19B.

Beregningene av fondets nominelle avkastning utarbeides i henhold til Global Investment Performance Standards (GIPS). Det vises til Norges Banks GIPS-manual som er publisert sammen med SPUs årsrapporter på NBIMs hjemmeside (www.nbim.no).

Fondets realavkastning beregnes i dag som nominell avkastning justert for veid gjennomsnittlig internasjonal prisstigning (her kalt fondets deflator). Landvektene i deflatoren tilsvarer vektene i fondets valutakurv. Prisstigningen i de ulike landene måles ved endringer i landenes konsumprisindekser. Vekst i konsumprisene er et veletablert mål på generell prisstigning (inflasjon). Dagens beregningsmetode for SPUs realavkastning uttrykker med andre ord fondets samlede avkastning justert for den generelle prisstigningen i de markedene og valutaene fondet er investert i. Dette brukes som et tilnærmet mål på utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft.

4.2.3 Valg av valutakurv

Dagens beregningsmetode med en målevaluta som har samme valutafordeling som fondets refe-



Figur 4.19 SPU's nominelle avkastning målt i norske kroner og i fondets valutakurv. 1998–2012

Kilde: Norges Bank.

ranseindeks for aksjer og obligasjoner, kan kalles en *investeringstilnærming*, ettersom målevalutaen ligger nært opp til de faktiske investeringene. Valutasvingninger får derfor mindre innvirkning på målt avkastning.

En alternativ tilnærming ville være å måle avkastningen med utgangspunkt i hva avkastningen skal brukes til. Dette kan betegnes som en *konsumtilnærming*. Til forskjell fra investeringstilnærmingen, er de relevante vektene ved en konsumtilnærming ikke kjent. Sammensetningen av framtidig import vil blant annet avhenge av den økonomiske utviklingen både i Norge og internasjonalt, av preferanser og av teknologisk utvikling.

Figur 4.20 viser avkastningen målt ved to alternative valutakurver basert på konsumtilnærming, i tillegg til dagens valutakurv og norske kroner. Valutakurven I44 har vekt basert på SSBs statistikk for Norges import fra de 44 største landene målt i importverdi. Valutakurven BNP18 har vekt basert på de landene som bidrar med mer enn én pst. til verdens BNP. Beregninger basert på BNP-vekt kan ses på som en tilnærming til utvikling i internasjonal kjøpekraft dersom en forutsetter at framtidig importmønster samvarierer med fordelingen av verdens produksjon av varer og tjenester.

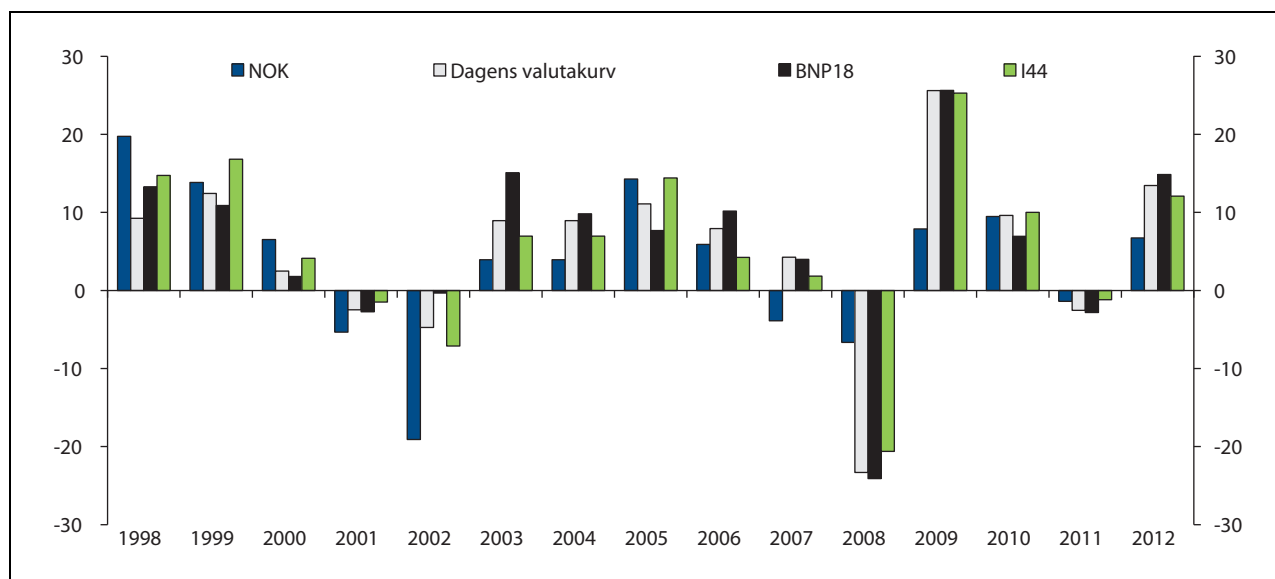
Figuren viser at avkastningen målt i norske kroner skiller seg klart fra avkastningen målt i internasjonal valuta. Forskjellene mellom de ulike

valutakurvene er imidlertid relativt små, med unntak av årene 2002 og 2003. De små avkastningsforskjellene skyldes blant annet at de fire store valutaene amerikanske dollar, euro, britiske pund og japanske yen er dominerende i alle de valgte kurvene.

4.2.4 Valg av deflator

Utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft fanges best opp ved å måle fondets resultat i en egnet valutakurv. Nominell avkastning justeres deretter for et egnet mål på internasjonal inflasjon, en deflator. Beregning av deflatoren krever valg mellom ulike indekser for prisutviklingen på varer og tjenester (prisindeks). I tillegg må det velges en metode for å vekte sammen inflasjonstall i ulike land (vekt). Med dette som utgangspunkt har departementet bedt Statistisk sentralbyrå (SSB) beregne historisk utvikling for følgende alternative deflaterer:

1. *Importvekter og KPI* viser et veid gjennomsnitt av internasjonale konsumprisindekser, der vektene er gitt ved ulike lands importvekter for norsk økonomi. Importvekter er et naturlig alternativ for valg av landvekter. For å begrense databehovet, ser SSB kun på Norges 20 viktigste handelspartnere. Konsumprisindekser måler prisutviklingen på varer og tje-



Figur 4.20 SPUs nominelle avkastning 1998–2012 målt i norske kroner og i ulike valutakurver. Prosent

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank og Finansdepartementet.

nester som konsumeres i hjemlandet. Fordelen med dette prismålet er tilgjengelighet og hyppig oppdatering (månedlig i de fleste land). En ulempe er at de varer og tjenester som inngår i konsumprisindeksene, ikke nødvendigvis samsvarer med Norges faktiske import.

2. *Importvekter og eksportpriser* bygger på internasjonale eksportpriser, igjen vektet med Norges importvekter for 20 land. Internasjonale eksportpriser kan være et bedre uttrykk for utviklingen i SPU's kjøpekraft, gitt at de avspeiler prisene norske importører møter på verdensmarkedet for varer og tjenester.
3. *Importvekter og KPI med «Kina-effekt» og Importvekter og eksportpriser med «Kina-effekt»* er alternativer basert på deflatorene som er beskrevet over, men der det er justert for en såkalt «Kina-effekt». Justeringsfaktoren er ment å fange opp vridningen av norsk import fra land med høyt prisnivå og lav inflasjon til lavkostland som ofte har høyere inflasjon. Denne prisdempende effekten fanges ikke opp av tradisjonelle metoder for å beregne prisindekser. Metoden som benyttes er fortsatt under utvikling i SSB, og det er derfor usikkerhet rundt størrelsen på denne effekten.
4. *BNP og KPI* benytter konsumprisindekser vektet med fordelingen av verdens BNP. Det er heftet betydelig usikkerhet ved Norges framtidige importmønster. Motivasjonen for dette alternativet er at dagens importvekter ikke nødvendigvis gir det beste bildet av sammensetningen av Norges handelspartnere fram i

tid. Fordelingen av global verdiskaping kan være et bedre alternativ.

5. *BNP og BNP-deflator* benytter internasjonale BNP-deflatorer vektet med landenes relative andel av samlet BNP. En BNP-deflator er et anerkjent mål på prisstigningen i et lands produksjon av varer og tjenester. BNP-deflatoren er samtidig den deflatoren som har bredest sammensetning av varer og tjenester og inkluderer blant annet offentlige tjenester og investeringer. Avvikende varesammensetning mellom deflator og Norges importmønster er, i enda større grad enn for KPI, en ulempe ved BNP-deflatoren.

SSB har sammenliknet disse alternative deflatorene med Norges Banks rapporterte internasjonale inflasjon⁴ og SSBs importdeflator fra nasjonalregnskapet.

Tabell 4.5 gir en oppsummering av de viktigste resultatene i SSBs rapport. Rapporten er publisert på departementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf). For dagens metode, «Importvekter og KPI» og «Importvekter og KPI med Kina-effekt» er beregning av nominell avkastning og deflator vist både i norske kroner og i tilhørende valutakurv.

Tabell 4.5 viser at målt realavkastning er den samme enten beregningen foretas i norske kroner eller i fondets valutakurv (I36). Valg av målevaluta

⁴ Jf. Norges Banks årsrapport om forvaltningen av SPU for 2012.

Tabell 4.5 Alternative beregninger av realavkastning av SPU i perioden 1998–2012.

Deflator	Vektsett	Prissett	Valuta	Nominell avk. (pst.)	Årlig inflasjon (pst.)	Realavk. (pst.)	Avvik (prosentenheter)
<i>Avkastning basert på GIPS-standarden*:</i>							
Dagens metode	SPU	KPI	I36 NOK	5,1 4,3	1,9 1,2	3,1 3,1	0,0 0,0
Importvekter og KPI	I20	KPI	I20 NOK	5,0 4,3	2,2 1,4	2,8 2,8	-0,3 -0,3
Importvekter og KPI med «Kina-effekt»	I20	KPI	I20 NOK	5,0 4,3	0,9 0,2	4,1 4,1	1,0 1,0
<i>Vekstrate basert på endringer i årlige gjennomsnittlige nivåer**:</i>							
Importvekter og eksportpriser	I20	eksportpriser				3,3	0,7***
Importvekter og eksportpriser med «Kina-effekt»	I20	eksportpriser				4,5	1,8***
BNP og KPI	BNP18	KPI				2,3	-0,3***
BNP og BNP deflator	BNP18	BNP deflator				2,4	-0,2***
Importdeflator	I44	importpriser				2,3	-0,4***

* Avkastning er beregnet som verdien av avkastningsindeksen ved utgangen av år t delt på verdien av avkastningsindeksen ved inngangen til år t , minus 1.

** Vekstrater er beregnet som gjennomsnittlig nivå på avkastningsindeksen i år $t+1$ delt på gjennomsnittlig nivå på avkastningsindeksen i år t , minus 1.

*** Relevant sammenlikningsgrunnlag for verdiene er 2,6 ettersom vekstraten baseres på endringer i årlige gjennomsnittlige nivåer, jf. SSB-rapporten.

Kilder: SSB og Finansdepartementet.

er derfor ikke relevant, forutsatt at nominell avkastning og deflator beregnes konsistent.

Tabell 4.5 viser videre at SSB har benyttet to forskjellige definisjoner på realavkastning i sin rapport ettersom det ikke var mulig å beregne avkastning i samsvar med den internasjonalt anerkjente GIPS-standard for deflatorene basert på nasjonalregnskapstall (BNP-deflator, eksportpriser og importpriser). For disse deflatorene ble årlig «avkastning» beregnet ut fra forskjellen i gjennomsnittlig nivå mellom inneværende år og forrige år korrigert for tilførsel. Ved å bruke denne metoden kunne SSB beregne virkningen av flere alternative vekt- og prissett.

SSBs beregninger viser tre hovedeffekter sammenliknet med faktisk rapporterte tall:

1. BNP-vekter eller importvekter gir, alt annet like, lavere målt realavkastning i perioden fordi

land med høyere inflasjon i perioden får økt vekt.

2. Internasjonale eksportpriser gir høyere målt realavkastning fordi handlebare varer har hatt lavere prisstigning enn KPI.
3. Dersom den såkalte Kina-effekten tas med i beregningene, stiger realavkastningen ytterligere fordi målt inflasjon faller. Det er verdt å merke seg at det er usikkerhet ved metoden for beregning av Kina-effekten.

Tabell 4.5 viser at målt realavkastning fram til 2012 ligger i intervallet 2,3–4,5 pst. Realavkastningen målt med dagens metode ligger om lag midt i dette intervallet. Videre gir alternativet med bruk av BNP-deflator om lag samme resultat som bruk av KPI.

Bruk av importdeflatoren fra nasjonalregnskapet gir en målt realavkastning som er én prosenten-

het lavere enn deflatoren basert på importvekter og eksportpriser. I utgangspunktet skulle en forvente at importdeflatoren gir et resultat som ligger mellom alternativene «Importvekter og eksportpriser» og «Importvekter og eksportpriser med Kina-effekt», siden importdeflatoren er basert på prisene på handlebare varer og derfor burde fange opp vridninger i handelsstrømmer. SSB skriver at det uventede resultatet kan skyldes problemer med datagrunnlaget som brukes for beregning av importdeflatoren.

4.2.5 Departementets vurderinger

Beregningene av alternative deflatorer og valutakurver illustrerer at enhver beregning av realavkastning er beheftet med usikkerhet og er følsom for valg av forutsetninger.

Etter departementets syn understøtter analysene av valutakurv og deflator valget av dagens metode for rapportering av SPUs avkastning i internasjonal valuta. Dagens beregningsmetode bygger på en investeringstilmærming i den forstand at en bruker valuta- og landfordelingen til fondets referanseindeks i beregningen av nominell avkastning og internasjonal inflasjon.

Dagens beregningsmetode er likevel bare en tilmærming til et fullverdig mål på fondets internasjonale kjøpekraft. Ideelt sett bør kjøpekraft måles med utgangspunkt i det en skal kjøpe. Samtidig er det stor usikkerhet om framtidig konsum. Framtidig import vil avhenge av den økonomiske utviklingen både i Norge og internasjonalt, av individers preferanser, den teknologiske utviklingen og en rekke andre forhold.

Basert på analysene som departementet har fått gjennomført, er det vanskelig å konkludere med at alternative kurver og deflatorer gir et vesentlig bedre bilde av utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft enn dagens beregningsmetode. Utfordringen ligger i at framtidig kjøpekraft er vanskelig å måle presist. Dette problemet løses ikke av noen av de alternative metodene som er presentert i denne meldingen.

Prissettene BNP-deflator, eksportpriser og importpriser er alle basert på nasjonalregnskapstall. En praktisk konsekvens av dette er at prisstigning kan beregnes kun som forskjellen mellom gjennomsnittlig prisnivå i to påfølgende år. Denne begrensningen tilsier at det ikke er mulig å beregne en deflator basert på slike prissett som samtidig er konsistent med nominelle avkastningstall beregnet etter den internasjonale

standarden for rapportering av avkastningstall, GIPS.

Stor usikkerhet rundt framtidig konsum, begrenset datatilgjengelighet for alternative prissett, samt at dagens metode tilsynelatende verken synes å over- eller undervurdere utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft, taler etter departementets syn for å beholde dagens metode for rapportering av realavkastningen.

4.3 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge

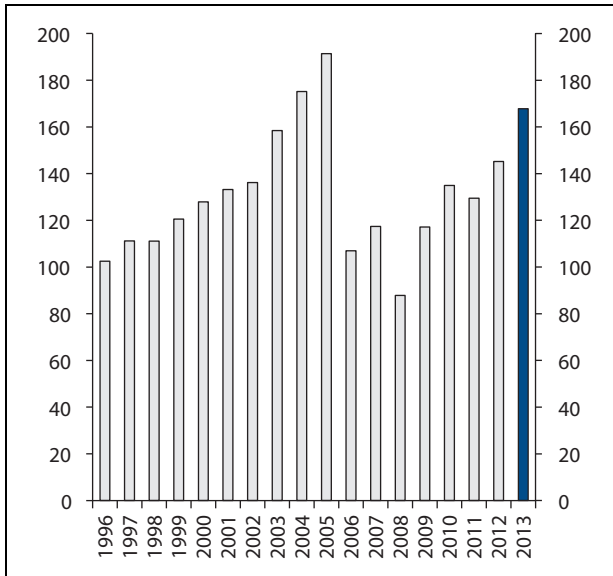
4.3.1 Markedsutviklingen i 2013

Det var sterk vekst i aksjemarkedene i Norge og resten av Norden i 2013. Hovedindeksen på Oslo Børs steg 24 pst. i løpet av året, og nådde den 27. desember sin høyeste verdi noensinne. Den sterke utviklingen i aksjekursene må ses i sammenheng med økt risikovilje blant investorene og en underliggende positiv utvikling i verdensøkonomien. Andre nordiske aksjemarkeder hadde også solid oppgang i 2013. Svenske, danske og finske aksjer hadde en avkastning på henholdsvis 26 pst. (OMXSB-indeksen), 27 pst. (OMXCB-indeksen) og 35 pst. (OMXHB-indeksen).

Renten på norske statsobligasjoner med lang tid til forfall var ved utgangen av 2013 vesentlig høyere enn ved inngangen til året. Mens renten på 10-årige norske statsobligasjoner i gjennomsnitt var 2,0 pst. ved utgangen av 2012, var tilsvarende rente 3,0 pst. ved utgangen av 2013. For kortere norske statslån falt rentene svakt fra januar til desember 2013. Rentepåslagene for utlån mellom banker og bedrifter falt også noe i løpet av året. Rentemarkedet i Sverige, Danmark og Finland utviklet seg tilsvarende.

4.3.2 Fondets markedsverdi

Markedsverdien til SPN ved utgangen av 2013 var 168 mrd. kroner, en økning på 23 mrd. kroner i forhold til verdien ved inngangen til året, jf. figur 4.21. Verdien av aksjeporteføljen var på drøyt 105 mrd. kroner, hvorav om lag 88 mrd. kroner var investert i norske aksjer og nærmere 17 mrd. kroner i aksjer i de øvrige nordiske landene. Obligasjonsporteføljen hadde en verdi på 63 mrd. kroner ved årsskiftet, fordelt på 53 mrd. i obligasjoner fra norske utstedere, og 10 mrd. kroner fra utstedere fra andre nordiske land. Fordelingen av fondets kapital ved utgangen av 2013 går fram av figur 4.22.



Figur 4.21 Utvikling i markedsværdien til SPN 1996–2013. 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 kontolånsordningen avviklet. Dette innebar at staten innfridde kontolån til en verdi av 101,8 mrd. kroner, og et tilsvarende beløp av fondets kapital ble tilbakebetalt til staten.

Kilde: Folketrygdfondet.

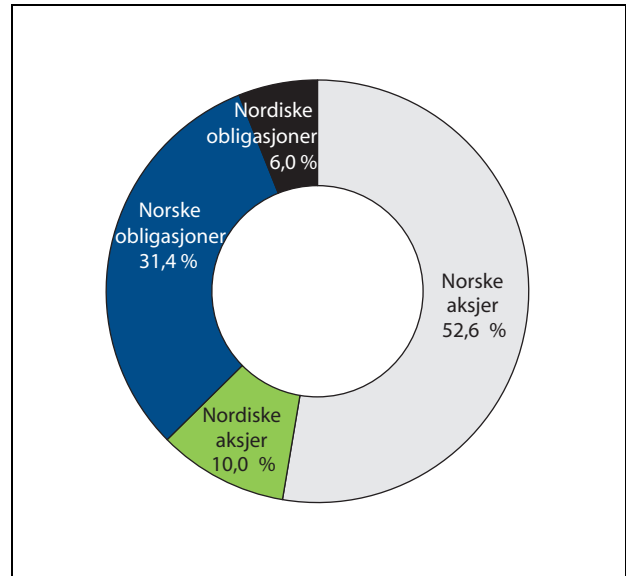
SPN er en betydelig aktør i det norske aksjemarkedet. Sammenliknet med verdien av alle aksjer på Oslo Børs, utgjorde verdien av fondets norske aksjeportefølje ved utgangen av 2013 om lag 5 pst. av markedet. Kapitalen i SPNs norske aksjeportefølje tilsvarte videre om lag 10 pst. av verdien av de aksjene som inngår i hovedindeksen (OSEBX) på Oslo Børs, som er fondets referanseindeks for norske aksjer. I resten av Norden er SPN en relativt sett mindre aktør. Fondets nordiske aksjeportefølje utgjorde om lag 0,3 pst. av verdien av aksjene som inngår i den nordiske aksjeindeksen VINX ved utgangen av 2013, når Norge og Island holdes utenom.

4.3.3 Avkastning

Totalporteføljen

SPN fikk en samlet avkastning i 2013 på 15,7 pst., målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader, jf. tabell 4.6. Høy avkastning i aksjemarkedet bidro mest til det gode resultatet. Stigende renter reduserte avkastningen fra obligasjonsmarkedet.

Avkastningen av fondet sammenliknes med en referanseindeks fastsatt av departementet. Samlet sett oppnådde Folketrygdfondet i 2013 en avkastning som var 0,9 prosentenheter lavere enn



Figur 4.22 Fordeling av SPN på aktivaklasser ved utgangen av 2013. Prosent

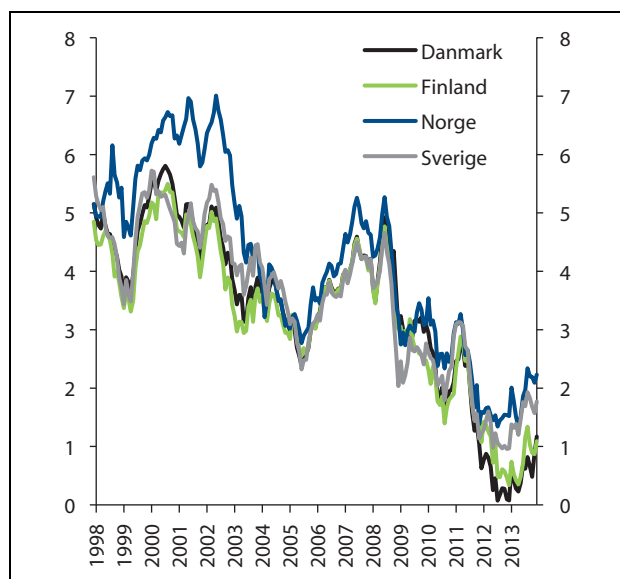
Kilde: Folketrygdfondet.

avkastningen av referanseindeksen, før fradrag for forvaltningskostnader.

Aksjer

Aksjeporteføljen oppnådde i 2013 en avkastning på 24,2 pst. De norske selskapene i aksjeporteføljen oppnådde en avkastning på 21,6 pst., mens de nordiske selskapene i aksjeporteføljen fikk en avkastning på 39,7 pst. målt i norske kroner. Den norske kronen svekket seg med om lag 10 pst. mot den svenske kronen og 14 pst. mot euro og danske kroner. Det bidro isolert sett til å trekke opp avkastningen av de nordiske selskapene i aksjeporteføljen målt i norske kroner. Det norske og de øvrige nordiske aksjemarkedene fulgte i stor grad de internasjonale aksjemarkedene i 2013, og steg gjennom året i lys av en bedring i verdensøkonomien og fortsatt ekspansiv pengepolitikk internasjonalt.

Avkastningen av aksjeporteføljen var 2,1 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen. For de norske selskapene i aksjeporteføljen var avkastningen 2,0 prosentenheter lavere enn referanseindeksen, mens investeringene i de øvrige nordiske selskapene oppnådde en avkastning som var 2,6 prosentenheter svakere enn referanseindeksen.



Figur 4.23 Renten på 5-års statsobligasjoner i de nordiske landene 1998–2013. Prosent

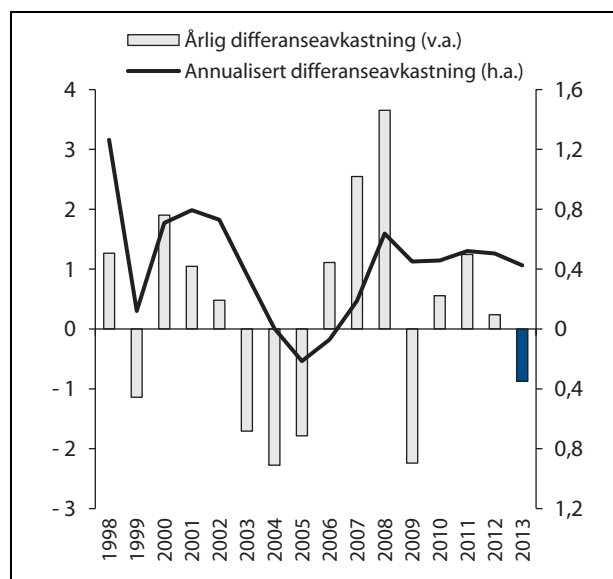
Kilde: Macrobond.

Det var industri- og energisektorene som bidro mest til mindreakstningen, mens konsumvarer og finanssektoren bidro positivt. Folketrygdfondet vektlegger selskapenes langsiktige avkastnings- og risikoegenskaper. Forutsigbarhet og kvalitet i selskapenes forventede kontantstrøm er ett av flere kriterier for hvordan Folketrygdfondet investerer. Selskaper med høy finansiell og/eller operasjonell risiko er typisk selskaper som Folketrygdfondet velger ikke å investere i, eller undervekte i forhold til referanseindeksen. Denne strategien slo negativt ut i 2013. Flere selskaper med høy finansiell og/eller operasjonell risiko var blant aksjene med sterkest kursutvikling i 2013, blant annet på grunn av redusert risikopremie i aksjemarkedet.

Obligasjoner

Obligasjonsporteføljen oppnådde en avkastning i 2013 på 3,1 pst. Avkastningen av den norske delen av obligasjonsporteføljen var 1,6 pst., mens den nordiske delen fikk en avkastning på 12,2 pst. målt i norske kroner. Den høye avkastningen på de nordiske obligasjonene skyldes svekkelsen av den norske kronen sammenliknet med svenske og danske kroner og euro.

Både i Norge og de øvrige nordiske landene steg lange statsrenter, noe som bidro til å redusere avkastningen. Rentnivået er fortsatt noe høyere i Norge enn i de andre nordiske landene, noe som bidrar til noe høyere løpende avkastning på norske statsobligasjoner. Ved utgangen av året



Figur 4.24 Utvikling i brutto meravkastning av SPN 1998–2013. Prosentenheter

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

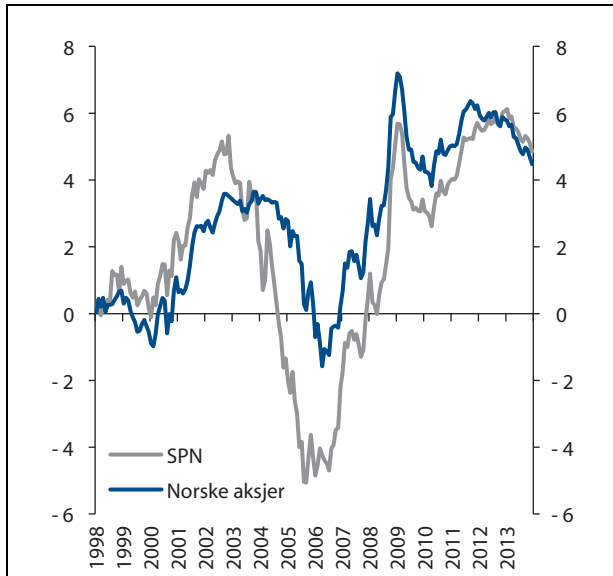
hadde norske statsobligasjoner med fem år til forfall en rente på om lag 2,2 pst. Svenske, danske og finske statsobligasjoner med samme løpetid hadde renter på henholdsvis 1,8 pst., 1,2 pst. og 1,1 pst., jf. figur 4.23. Det lave rentenivået begrenser mulighetene for høy avkastning av obligasjonsporteføljene de nærmeste årene.

Bedrifter må normalt betale en høyere rente enn staten for å låne penger. Det bidrar til at selskapsobligasjoner ofte har en noe høyere avkastning enn statsobligasjoner. I 2013 falt påslaget som bedrifter må betale over statsrenten, noe som ytterligere bidro til å øke avkastningen av selskapsobligasjonene.

Avkastningen av obligasjonsporteføljen var 0,8 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Meravkastningen var 0,9 prosentenheter for den norske delen av porteføljen og 0,5 prosentenheter for den nordiske delen. Hovedårsaken til meravkastningen var at fondet gjennom 2013 hadde en høyere løpende rente enn referanseindeksen. Både en større andel selskapsobligasjoner og en noe lavere gjennomsnittlig kredittverdighet i den faktiske porteføljen sammenliknet med referanseindeksen, bidro til den høye løpende renten.

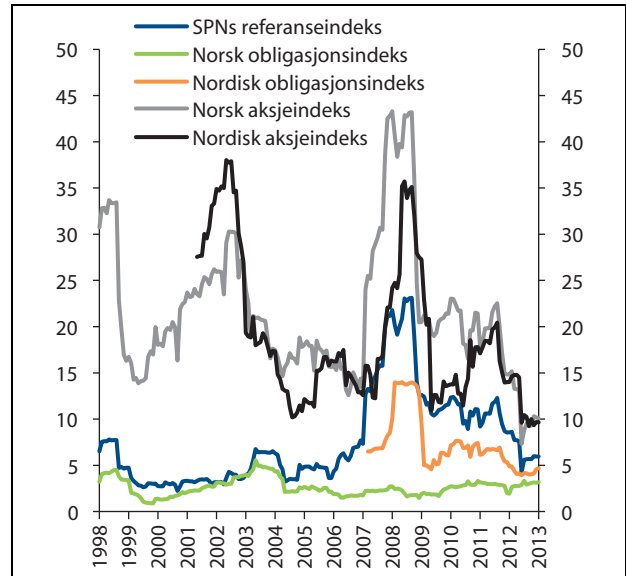
Resultater målt over tid

Fra januar 1998 til desember 2013 har SPN hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 7,1 pst. Det er 0,4 prosentenheter høyere enn avkastningen av



Figur 4.25 Akkumulert meravkastning i SPN 1998–2013. Mrd. kroner

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.



Figur 4.26 Utvikling i 12 måneders rullende standardavvik til referanseindeksene til SPN. Prosentenheter

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

referanseindeksen, jf. figur 4.24. Departementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning av SPN på $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ prosentenheter, jf. Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010. I perioden har meravkastningen i den norske aksjeporteføljen vært 1,4 prosentenheter, mens meravkastningen i den norske obligasjonsporteføljen har vært 0,2 prosentenheter. SPN var ikke investert i nordiske aksjer og obligasjoner i 1998. Dersom en ser på en kortere periode, har de nordiske porteføljene gjennomgående hatt noe lavere meravkastning enn de tilsvarende norske porteføljene, jf. tabell 4.6. Departementet har beregnet at brutto meravkastning for fondet i perioden 1998–2013 totalt tilsvarer om lag 5 mrd. kroner⁵, jf. figur 4.25.

4.3.4 Risiko og rammer

Risikoen i fondet

Forventet standardavvik er et uttrykk for forventede normale svingninger i fondets avkastning. Folketrygdfondet har beregnet at forventet standardavvik ved utgangen av 2013 var 12,1 prosentenheter, eller om lag 20 mrd. kroner med en

fondsstørrelse på 168 mrd. kroner. Gitt en forenklet forutsetning om normalfordeling over tid, vil svingningene i ett av tre år være større enn dette.

Figur 4.26 viser hvordan det realisererte standardavviket til SPN har utviklet seg siden 1998. Standardavviket er beregnet basert på avkastningen de foregående 12 månedene. Beregnet på denne måten falt risikoen i første halvår 2013, men steg noe igjen i andre halvår. Ved utgangen av året var den målte risikoen for hele fondet noe lavere enn risikoen ved inngangen til året. Risikoen i aksjeporteføljen var i 2013 lav sammenliknet med historisk utvikling, mens risikoen i obligasjonsporteføljen var på et mer normalt nivå. Det er utviklingen i aksjeporteføljen som i størst grad påvirker samlet risiko for fondet.

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 som viser hvor mye den årlige meravkastningen kan ventes å svinge. Ifølge Folketrygdfondet, har forventet relativ volatilitet gjennom 2013 ligget i intervallet 0,5 – 0,8 prosentenheter. Ved utgangen av året var forventet relativ volatilitet 0,8 prosentenheter, noe høyere enn ved inngangen til året. Folketrygdfondet utnytter likevel kun en mindre del av rammen på 3 prosentenheter.

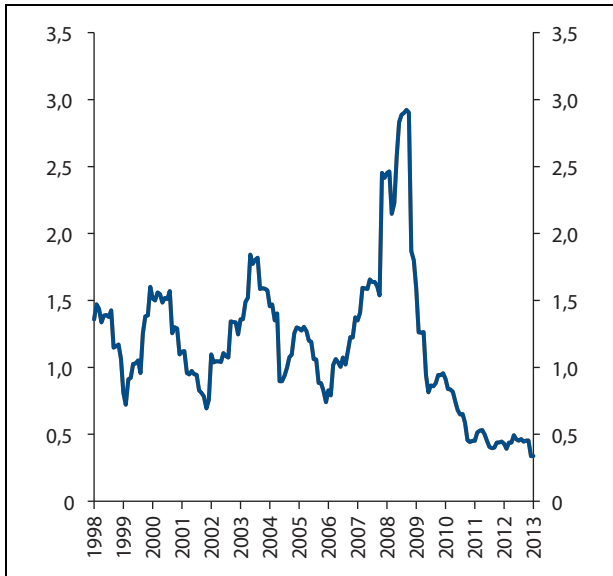
⁵ Beregnet ved å multiplisere meravkastningen i hver måned med kapitalen ved inngangen til måneden, for deretter å summere over alle månedene. Beregningen tar dermed ikke med effekten av renters rente.

Tabell 4.6 Avkastning av SPN i 2013, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2013, målt i norske kroner. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2013
<i>SPN</i>					
Faktisk portefølje	15,71	7,63	13,92	7,77	7,13
Referanseindeks	16,58	7,35	14,01	7,31	6,70
Meravkastning	-0,87	0,28	-0,09	0,46	0,43
<i>Aksjer (Norge og Norden samlet)</i>					
Faktisk portefølje	24,22	7,96	18,16	12,30	7,91
Referanseindeks	26,31	8,20	19,07	12,04	6,60
Meravkastning	-2,09	-0,24	-0,91	0,26	1,31
<i>Norske aksjer</i>					
Faktisk portefølje	21,59	7,52	18,67	12,72	8,25
Referanseindeks	23,59	7,67	19,47	12,37	6,90
Meravkastning	-2,00	-0,15	-0,80	0,35	1,36
<i>Nordiske aksjer¹</i>					
Faktisk portefølje	39,67	10,06	14,99	9,90	
Referanseindeks	42,27	10,92	16,58	9,70	
Meravkastning	-2,60	-0,86	-1,59	0,20	
<i>Obligasjoner (Norge og Norden samlet)</i>					
Faktisk portefølje	3,13	6,32	6,72	5,60	6,03
Referanseindeks	2,36	5,16	5,46	5,20	5,83
Meravkastning	0,77	1,16	1,26	0,40	0,20
<i>Norske obligasjoner</i>					
Faktisk portefølje	1,60	6,12	7,23	5,66	6,11
Referanseindeks	0,73	4,86	5,91	5,20	5,87
Meravkastning	0,86	1,26	1,32	0,46	0,24
<i>Nordiske obligasjoner²</i>					
Faktisk portefølje	12,22	7,43	3,78		
Referanseindeks	11,70	6,79	2,81		
Meravkastning	0,52	0,64	0,97		
<i>Realavkastning</i>					
Inflasjon	2,13	1,38	1,74	1,75	2,00
Kostnader	0,10	0,09	0,09	0,06	0,05
Netto realavkastning	13,20	6,08	11,89	5,85	4,98

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

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.



Figur 4.27 Rullerende 12 måneders realisert relativ volatilitet i SPN 1998–2013. Prosentenheter

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.



Figur 4.28 Rullerende 12 måneders standardavvik i SPNs faktiske portefølje og i referanseindeksen 1998–2013. Prosentenheter

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Realisert relativ volatilitet er et uttrykk for hvor store svingningene i den oppnådde meravkastningen faktisk har vært. De siste 12 månedene utgjorde realisert relativ volatilitet om lag 0,3 prosentenheter, jf. figur 4.27 og tabell 4.7. Realisert relativ volatilitet siste 12 måneder kan fremstå som lav gitt mindreavkastningen i fondet. Forklaringen er at det var flere måneder med en liten mindreavkastning, slik at svingningene i mindreavkastningen gjennomgående var små. Både forventet og realisert relativ volatilitet var ved utgangen av 2013 på lave nivåer historisk sett, og betydelig lavere enn rammen som er satt i mandatet. Målingen av relativ volatilitet blir påvirket av hvordan svingningene er i hele markedet. I 2013 var svingningene i markedet små, noe som bidro til lav beregnet relativ volatilitet. I perioder med større markedssvingninger må en regne med at relativ volatilitet vil øke.

Figur 4.28 viser utviklingen i standardavviket både for referanseindeksen til SPN og fondets faktiske portefølje. I store deler av perioden har standardavviket vært noe lavere i den faktiske porteføljen enn i referanseindeksen. Dette gjelder spesielt i delperioder der svingningene i markedet har økt. Figuren viser at det i all hovedsak er referanseindeksen som er avgjørende for den samlede risikoen i fondet, men at forvaltningen i Folketrygdfondet i enkelte perioder kan ha bidratt til å redusere totalrisikoen noe.

I perioden 2006 til 2008 økte aksjeandelen i fondet fra under 20 pst. til 60 pst. Denne endringen

medførte en generell økning i standardavviket, og er hovedårsaken til at standardavviket etter 2007 synes å ligge på et høyere nivå enn tidligere.

Kredittrisiko

Folketrygdfondet har gjennom 2013 økt kredittverdividheten i obligasjonsporteføljen noe, i hovedsak ved å øke andelen lån med høyere kredittverdividhet (AAA⁶ og AA), samt redusere andelen med moderat kredittverdividhet (A og BBB). Obligasjoner med lav kredittverdividhet, såkalte høyrenteobligasjoner, inngår ikke i referanseindeksen til SPN. I mandatet for fondet er det åpnet for at Folketrygdfondet kan investere i slike verdipapirer, innenfor en gitt ramme. Det er stilt krav om at Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at slike obligasjoner under normale markedsforhold ikke utgjør mer enn 25 pst. av markedsverdien av selskapsobligasjonene i obligasjonsporteføljen. Ved utgangen av 2013 utgjorde obligasjoner med lav kredittverdividhet drøyt 13 pst. av selskapsobligasjonene i obligasjonsporteføljen, eller om lag 10 pst. av hele obligasjonsporteføljen. Det er om lag på samme nivå som ved inngangen til året.

⁶ Karaktterskalaen for kredittkvalitet er AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D, hvor AAA er beste karakter. Obligasjoner med kredittverdividhet AAA til og med BBB anses å ha høy kredittverdividhet og kalles med et samlebegrep «investment grade». Obligasjoner med lavere kredittverdividhet anses for å ha lav kredittverdividhet og kalles høyrenteobligasjoner eller «high yield».

Tabell 4.7 Absolutte og relative risikomål for SPN. Årlige tall basert på månedlige observasjoner

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2013
<i>SPN</i>					
Absolutt volatilitet (prosentenheter)	5,94	8,05	9,81	10,43	8,60
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,34	0,47	0,90	1,35	1,31
Skjevhet	-1,19	-0,63	-0,01	-1,13	-1,22
Kurtose	5,63	3,69	3,11	6,75	8,98
Informasjonsrate	-2,53	0,60	-0,10	0,34	0,33
<i>Norske aksjer</i>					
Absolutt volatilitet (prosentenheter)	10,13	14,46	17,52	20,94	21,75
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,62	0,86	1,67	3,08	3,90
Skjevhet	-0,58	-0,37	0,05	-1,16	-0,95
Kurtose	4,49	3,88	3,02	6,03	5,12
Informasjonsrate	-3,23	-0,18	-0,48	0,11	0,35
<i>Nordiske aksjer</i>					
Absolutt volatilitet (prosentenheter)	9,68	15,03	17,07	17,11	
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,74	0,78	1,23	1,43	
Skjevhet	-0,28	-0,98	-0,02	-0,32	
Kurtose	2,28	4,23	5,58	4,42	
Informasjonsrate	-3,53	-1,10	-1,30	0,14	
<i>Norske obligasjoner</i>					
Absolutt volatilitet (prosentenheter)	2,88	2,50	2,49	2,45	2,52
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,40	0,74	0,75	1,00	0,87
Skjevhet	-0,32	-0,43	-0,39	0,19	0,24
Kurtose	1,33	2,61	2,54	3,07	3,43
Informasjonsrate	2,16	1,72	1,78	0,46	0,28
<i>Nordiske obligasjoner</i>					
Absolutt volatilitet (prosentenheter)	4,69	5,13	6,73		
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,15	0,32	0,62		
Skjevhet	0,08	-0,05	-1,40		
Kurtose	1,34	2,36	8,46		
Informasjonsrate	3,49	2,01	1,56		

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Tabell 4.8 SPNs eierandeler i norske aksjeselskaper i 2013

Antall selskaper hvor eierandelen er større enn	Norske selskaper	Nordiske selskaper
10 pst.	3	0
5 pst.	30	0
1 pst.	48	1
0,5 pst.	49	11
0,1 pst.	50	77
Totalt antall selskaper SPN er investert i	51	106

Kilde: Folketrygdfondet.

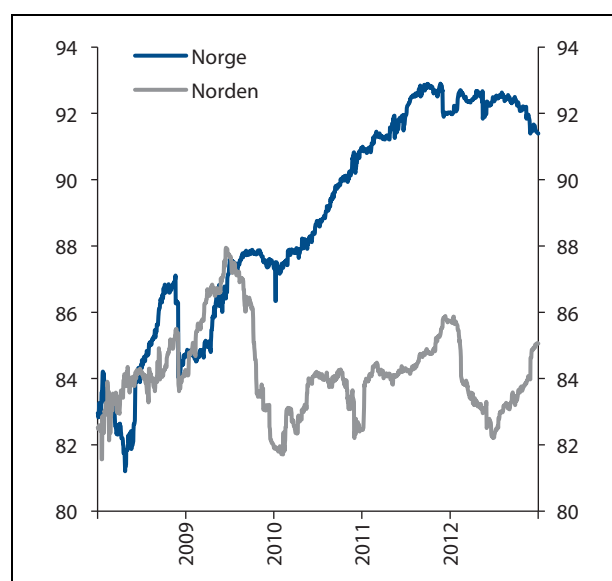
Enkeltinvesteringer

SPN er en stor aktør i det norske aksjemarkedet. Ved utgangen av 2013 eide fondet over 10 pst. i tre selskaper, og over 5 pst. i 30 selskaper, jf. tabell 4.8. I det nordiske markedet er SPN en vesentlig mindre aktør, med en eierandel på over 1 pst. i kun ett av de 106 selskapene fondet var investert i.

Fondets rolle er å være en finansiell investor. Fondet har som mål å spre risikoen på mange ulike verdipapirer. Departementet har derfor fastsatt at det 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 2013 var den største eierandelen i et norsk selskap 11,0 pst. I den nordiske aksjeporteføljen var største eierandel 1,1 pst.

Sammenfall

Sammenfall viser 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 inngår i referanseindeksen og hvert selskap utgjør like mye av den faktiske porteføljen som i referanseindeksen. Dersom den faktiske porteføljen er investert i selskaper som ikke inngår i referanseindeksen, eller Folketrygdfondet velger å vekte opp enkelte selskaper og vekte ned andre, vil sammenfallet reduseres. Sammenfallet mellom den norske aksjeporteføljen og referanseindeksen har økt de siste årene. Fra slutten av 2011 fram til og med 2013 har sammenfallet ligget i overkant av 90 pst., jf. figur 4.29. Utviklingen de siste årene tyder på at porteføljen er blitt likere referanseindeksen. Det sammenfaller med at relativ volatilitet i samme periode er redusert. I den nordiske aksjeporteføljen har det vært større variasjoner i sam-



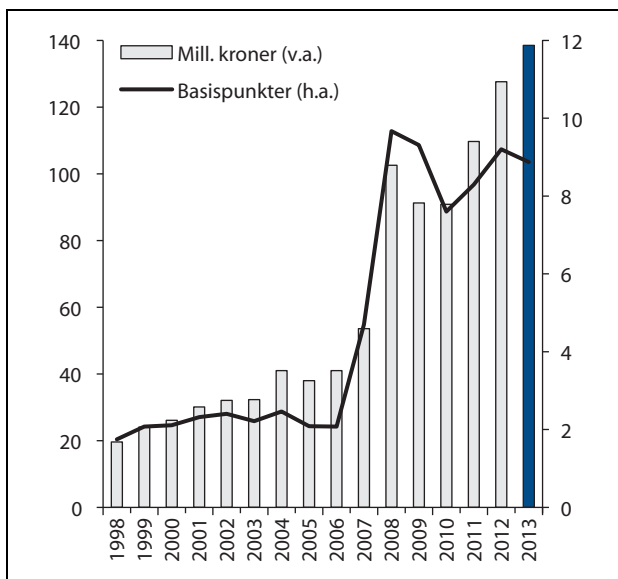
Figur 4.29 Sammenfall mellom SPNs faktiske aksjeporteføljer og referanseindeksene 2009–2013. Prosent

Kilde: Folketrygdfondet.

menfallet med referanseindeksen. Ved utgangen av 2013 var sammenfallet om lag 91 pst. i den norske delen og 85 pst. i den nordiske delen av aksjeporteføljen.

4.3.5 Kostnader

Ifølge mandatet fra departementet, får Folketrygdfondet dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en ramme som settes som et kronebeløp. Kronebeløpet er fastsatt på bakgrunn av et begrunnet forslag fra Folketrygdfondet der de samlede kostnadene framkommer som summen av en rekke enkeltkomponenter. Departementet setter en ramme for de samlede kostnader og



Figur 4.30 Utvikling i forvaltningskostnadene i SPN 1998–2013. Målt i mill. kroner (venstre akse) og i basispunkter (høyre akse)

Kilde: Folketrygdfondet.

tar ikke stilling til hver enkelt kostnadskomponent.

For 2013 ble det fastsatt en samlet ramme for forvaltningshonorarer på 160 mill. kroner, inkludert investeringer. Denne rammen skulle dekke Folketrygdfondets kostnader til både SPN og Statens obligasjonsfond (SOF), samt utbytte til staten. De samlede forvaltningskostnadene i 2013 ble 145 mill. kroner inklusive utbytte. I tillegg kom investeringer på 7 mill. kroner. De samlede utgiftene var dermed 152 mill. kroner, noe som tilsvarte et mindreforbruk på om lag 8 mill. kroner.

Av de samlede forvaltningskostnadene i 2013 beløper 139 mill. kroner seg til SPN, mens det resterende beløpet på 6 mill. kroner er kostnader i forbindelse med SOF. Målt som andel av kapital til forvaltning utgjorde kostnadene i SPN 8,9 basispunkter (0,089 pst.).

Figur 4.30 viser utviklingen i forvaltningskostnader over tid. Kostnadene har økt siden 2006. Det må ses i sammenheng med at betydelig strengere krav til styring og kontroll av risiko og rapportering har medført store investeringer på systemtiden og økt antall årsverk.

Selskapet CEM Benchmarking Inc. sammenlikner kostnadene i SPN med kostnadene i andre fond. Den nyeste rapporten tar for seg kostnadene i 2012 og viser at kostnadene som andel av forvaltningskapital i SPN er vesentlig lavere enn gjennomsnittet av andre fond. SPN er ikke investert i aktivklasser som unoterte aksjer og eiendom,

som generelt har høye kostnader. CEM finner imidlertid at kostnadene i SPN er lave selv om en justerer for forskjellene i aktivasammensetningen. Den viktigste forklaringen på det er at all forvaltning av SPN gjøres internt i Folketrygdfondet.

4.3.6 Departementets vurdering av resultatene i SPN

2013 var et år med høy avkastning i aksjemarkedene, mens avkastningen i rentemarkedene generelt var lav på grunn av stigende 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. Folketrygdfondet oppnådde en samlet avkastning i 2013 som var om lag 0,9 prosentenheter svakere enn referanseindeksen. Departementet har merket seg at mindreavkastningen i fondet skyldes svake resultater i aksjeforvaltningen, mens det var meravkastning i obligasjonsforvaltningen. Departementet legger mest vekt på resultatene over tid og er tilfreds med at årlig gjennomsnittlig meravkastning siden 1998 har vært om lag 0,4 prosentenheter.

Departementet har merket seg at Folketrygdfondets avvik fra referanseindeksen målt ved forventet relativ volatilitet er moderat sammenliknet med rammen i mandatet. Samtidig må en forvente at forventet relativ volatilitet vil øke noe dersom risikoen i markedet tiltar.

Kostnadene i Folketrygdfondet har økt betydelig de siste årene, noe som må ses i sammenheng med vesentlig strengere krav til styring og kontroll av risiko enn før. Til tross for denne økningen, er kostnadene som andel av forvaltningskapitalen lave sammenliknet med andre fond. Departementet er tilfreds med at forvaltningen av SPN synes å være kostnadseffektiv gitt de endrede rammebetingelsene.

4.4 Oppfølging av rammeverket for forvaltningen

4.4.1 Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning

Norges Banks representantskap har med bistand fra bankens revisor (Deloitte) utført et attestasjonsoppdrag av Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning i SPU. Gjennomgangen har hatt som formål å vurdere de risikostyrings- og kontrollprosesser som er etablert for å støtte aktiv forvaltning. Elementer

i rammeverket for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning som revisor har sett på er: delegering av investeringsmandat, styringsstruktur, informasjonsflyt (etterlevelse, overvåking og rapportering), og periodegjennomgang.

Revisor har ikke sett på aktivaklassen eiendom eller prosesser knyttet til ansvarlig investeringsvirksomhet, eller vurdert om målsettinger som er fastsatt eller risikoene som banken har identifisert, er fullstendige og dekkende for bankens virksomhet. I gjennomgangen har revisor heller ikke vurdert om de benyttede investeringsstrategiene er hensiktsmessige eller om resultatene fra den aktive forvaltningen er tilfredsstillende.

Revisors gjennomgang avdekket ikke vesentlige avvik mot de etablerte målekriteriene som ble fastsatt for gjennomgangen. Deloitte påpeker at vurderingen tok utgangspunkt i dagens risikoprofil. Det understrekes at dersom sammensetningen av verdipapirer endres, for eksempel gjennom økt derivateksponering, eller økt utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet, kan forhold som i dag er uvesentlige bli mer betydelige og dermed måtte revurderes i sammenheng med en endret risikoprofil. Attestasjonsrapporten er offentliggjort på Norges Banks hjemmeside.⁷

4.4.2 Uavhengig gjennomgang av avkastningstillene

Departementet har engasjert selskapet Spaulding Group til å gjennomgå avkastningstillene i SPU. Spaulding Group er også Norges Banks uavhengige GIPS (Global Investment Performance Standards) kontrollør, se rapport offentliggjort på bankens hjemmeside (www.nbim.no).

På oppdrag fra departementet mottar Spaulding Group beholdningsdata direkte fra Norges Banks depotbank for aktivaklasser hvor slik informasjon foreligger, dvs. for børsnoterte aksjer og obligasjoner. Med utgangspunkt i depotbankdata beregner konsultentselskapet avkastningen målt i norske kroner for aktivaklassene aksjer og obligasjoner. Basert på tilleggsdata fra Finansdepartementet om SPUs referanseindekser kontrollberegner Spaulding Group også avkastningstill målt i fondets valutakurv.

Spaulding Groups kontrollberegninger for regnskapsåret 2013 viser ingen avvik fra Norges Banks rapporterte avkastningstill. Konsultentselskapets rapport er offentliggjort på departementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

4.4.3 Internasjonale rammeverk

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

Eierskapsutøvelsen i Norges Bank skal baseres på internasjonale anerkjente standarder og prinsipper for samfunnsansvar, som FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse samt OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, jf. omtale i avsnitt 4.5.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper uttrykker frivillige og ikke-rettslige anbefalinger om hvordan flernasjonale virksomheter forventes å utvise samfunnsansvar. Hvilke virksomheter retningslinjene kan komme til anvendelse for er ikke nærmere definert, ettersom retningslinjene har karakter av å være anbefalinger. Det er i prinsippet opp til den enkelte virksomhet å vurdere om og hvordan retningslinjene kan tas i bruk for å utvise samfunnsansvar. Retningslinjene stiller derfor ikke krav om etterlevelse i rettslig forstand, og det brukes derfor heller ikke begreper som «brudd» dersom en skulle anse at anbefalingene ikke følges. Det er samtidig en forventning om at selskapene tar retningslinjene i bruk så langt de passer for den enkelte virksomhet.

Statene som har vedtatt retningslinjene har forpliktet seg til å fremme og iverksette retningslinjene. Hvert land skal også etablere et nasjonalt kontaktpunkt som skal bidra til å fremme utbredelsen av retningslinjene og bistå med veiledning og råd i enkeltsaker. De nasjonale kontaktpunktene skal være til hjelp for virksomheter som ønsker å utøve samfunnsansvar. Retningslinjene innebærer at det i stor grad er opp til hvert enkelt land å organisere sitt eget kontaktpunkt. I Norge kan kontaktpunktet gi faglige råd i enkeltsaker uavhengig av norske myndigheters syn, men det er ikke et tilsyns- eller kontrollorgan.

Departementet anser OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper som et viktig bidrag til å fremme samfunnsansvar eller ansvarlig forretningsdrift. Retningslinjene har siden 2004 vært en del av grunnprinsippene for ansvarlig investeringspraksis i Statens pensjonsfond. Gjennom eierskapsutøvelsen i Norges Bank stilles det forventninger til selskaper SPU er investert i om at de følger anbefalingene i retningslinjene. Retningslinjenes anbefaling om aktsomhetsvurderinger, såkalt «due diligence», inngår som del av bankens operasjonelle gjennomføring av forvaltningen, herunder arbeidet med eierskapsutøvelsen. Anbefalingen gjenspeiles også i systemet med å utelukke selskaper basert på etiske kriterier.

Departementet har merket seg det norske kontaktpunktets uttalelse i en enkeltsak om fon-

⁷ Se http://www.norges-bank.no/pages/96006/Attestasjonsoppdrag_SPU_2013.pdf.

dets investeringer 27. mai 2013 omtalt som «NBIM vs. FORUM» om at banken skal ha «brutt» OECDs retningslinjer. Kontaktpunktet mener at NBIM ikke i tilstrekkelig grad gjør aktsomhetsvurderinger («due diligence») når det gjelder risiko for menneskerettighetsovergrep i forkant av investeringer, med unntak av barns rettigheter. Departementet deler ikke denne vurderingen. Aktsomhetsvurderingene knyttet til bankens arbeid med eierskapsutøvelsen er ikke avgrenset til barns rettigheter. Investeringsanalysene som ligger til grunn for gjennomføringen av forvaltningen av SPU omfatter analyser av land, markeder og selskaper, inkludert risikovurderinger av problemstillinger om selskapsstyring og miljømessige og samfunnmessige forhold. Norges Bank tilpasser fondets portefølje til risiko ved miljø og samfunnmessige forhold som kan ha betydning for fondets avkastning. Porteføljetilpassningene er basert på sektor- og selskapsanalyser som skal identifisere forretningsmodeller som vurderes som mindre bærekraftige og lønnsomme over tid. Norges Bank har blant annet vurdert risikoen i sektorer der miljøutfordringene er store, og den har solgt seg ut av en rekke selskaper som følge av slike risikovurderinger. Videre er det for eiendomsinvesteringene stilt krav om at banken skal gjøre en grundig gjennomgang (due diligence) i forkant av den enkelte investering. Departementet deler samtidig kontaktpunktets vurdering om at det er lite gjennomførbart å gjøre aktsomhetsvurderinger for hver enkelt av fondets noterte investeringer ettersom fondet er investert i over 8 000 selskaper. Departementet viser til at retningslinjene heller ikke uttrykker en forventning om dette, men at det er en anbefaling om at en virksomhet som har mange underleverandører skal gjøre noen overordnede prioriteringer ut fra risikovurderinger.

Det pågår nå etter norsk initiativ et arbeid i OECD med å klargjøre hva retningslinjene innebærer og hvilke forventninger det i praksis er rimelig å stille til ulike aktører i finanssektoren. Tydelige forventninger om hvordan retningslinjene kan praktiseres, er etter departementets syn viktige for å fremme retningslinjene på en god og hensiktsmessig måte.

Departementet legger vekt på ansvarlighet og etisk bevissthet i forvaltningen av SPU, og det skal være åpenhet rundt dette arbeidet, jf. nærmere omtale i avsnittene 2.5 og 4.5.2.

ØSK-konvensjonen

Norge var gjenstand for høring i FNs komité for økonomiske, sosiale og kulturelle rettigheter (ØSK-komiteen) i november 2013. Høringen, som tok utgangspunkt i en rapport fra norske myndigheter, omhandlet hvordan den internasjonale konvensjonen om økonomiske, sosiale og kulturelle rettigheter (ØSK-konvensjonen) er fulgt opp av Norge.

Etter høringen avga ØSK-komiteen sine kommentarer om hvordan konvensjonen er fulgt opp.⁸ Komiteen uttrykker at den er betenkt over at de ulike tiltak Norge har iverksatt for å styrke arbeidet med samfunnsansvar knyttet til forvaltningen av SPU, ikke omfatter et institusjonalisert system for systematiske analyser av konsekvensene for menneskerettighetene av fondets investeringer. Komiteen anbefaler å sikre at Norges Banks investeringer i utenlandske selskaper som har virksomhet i tredjeland, blir gjenstand for omfattende analyser av investeringenes virkning for menneskerettighetene, både før investeringen og så lenge den varer.

Departementet viser til at fondets rolle som ansvarlig investor vektlegges. Mandatet for forvaltningen av SPU og retningslinjene for å observere og utelukke selskaper fra fondet medfører at Norge allerede har institusjonalisert et system for å ivareta hensyn til menneskerettigheter. Etikkrådet for SPU gjør systematiske vurderinger av om selskapene SPU er investert i har aktiviteter som er i strid med visse etiske kriterier, herunder menneskerettigheter. Forhåndsgodkjenning av selskaper har vært vurdert av departementet tidligere og ikke funnet hensiktsmessig for den noterte delen av porteføljen. SPU er investert i over 8 000 noterte selskaper. Selskapene overvåkes løpende av Etikkrådet og Norges Bank.

I forbindelse med høringen gjorde to interesseorganisasjoner gjeldende at konvensjonen pålegger statspartene også et ekstraterritorielt ansvar for å overholde konvensjonens rettighetsbestemmelser. Departementet legger vekt på og har klare ambisjoner for ansvarlig investeringspraksis i forvaltningen av SPU. Dette arbeidet er en sentral og integrert del av forvaltningsstrategien, jf. avsnitt 4.5. Imidlertid er det departementets vurdering at det ikke foreligger holdepunkter for å kunne konstatere at ØSK-konvensjonen pålegger statene et ekstraterritorielt ansvar for å overholde rettighetsbestemmelsene.

⁸ Se http://tbinternet.ohchr.org/_layouts/treatybodyexternal/SessionDetails1.aspx?SessionID=622&Lang=en

4.4.4 Folketrygdfondets rammeverk for risikostyring og kontroll av handelsprosessen

Som del av Finansdepartementets oppfølging av Folketrygdfondets forvaltning av SPN har fondets revisor (Ernst & Young) gått gjennom rammeverket for risikostyring og kontroll av risiko knyttet til handelsprosessen. Med dette menes de risikostyrings- og kontrollprosessene som er etablert for å støtte handelsprosessen, som er de aktiviteter som gjennomføres fra og med en investeringsbeslutning er tatt til handelen er bekreftet av motparten.

Revisor har ikke sett på forvalters vurderinger av porteføljesammensetning, aktivaklasser, det enkelte verdipapir, valuta- og renterisiko mv. Revisor har heller ikke vurdert om risikostyringen og kontrollene har vært effektive og fungert etter forutsetningene, eller om risikoene Folketrygdfondet har identifisert er fullstendige og dekkende for virksomheten.

Revisor har i sin rapport konkludert med at rammeverket for risikostyring og kontroll av risiko i handelsprosessen i det alt vesentligste er utformet i samsvar med internasjonal praksis og ledende standarder, og at rammeverket i det alt vesentligste er gjennomført slik det er utformet. Ernst & Young påpeker at vurderingen har tatt utgangspunkt i dagens risikoprofil. Det understrekes at dersom produktspekteret av finansielle instrumenter endres vesentlig eller at rammene øker, kan forhold som i dag er uvesentlige bli mer betydelige og dermed måtte revurderes i sammenheng med en endret risikoprofil.

Attestasjonsuttalelsen er offentliggjort på departementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

4.5 Ansvarlig investeringspraksis

4.5.1 Innledning

Målet med investeringene i Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat nivå på risiko, jf. kapittel én. Innenfor rollen som finansiell investor skal fondet være en ansvarlig investor. Finansdepartementet var tidlig ute med å innføre etiske retningslinjer for forvaltningen. I tråd med utviklingen internasjonalt er det over tid blitt lagt større vekt på å integrere hensyn til god selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksom-

heten. Det er også blitt lagt vekt på at virkemidlene en har til rådighet som ansvarlig investor må benyttes på en samordnet, forutsigbar og konsistent måte. Figur 4.31 viser de viktigste milepælene i utviklingen av strategien for ansvarlig investeringspraksis i SPU. I 2008 og 2009 evaluerte departementet de etiske retningslinjene for SPU. Det ble som følge av evalueringen iverksatt flere nye tiltak og virkemidler for å styrke fondets ansvarlige investeringspraksis, blant annet ble det lagt større vekt på samvirket mellom virkemidlene og utelukkelse som siste del av en kjede av virkemidler. Departementet innførte nye retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis 1. mars 2010 som avløste de etiske retningslinjene av 2004. Også for SPN har strategien blitt utviklet over tid.

Strategien for ansvarlig investeringspraksis i forvaltningen av Statens pensjonsfond omfatter for tiden følgende områder:

- internasjonalt samarbeid og bidrag til utvikling av beste praksis
- miljørelaterte investeringer
- forskning og utredning
- eierskapsutøvelse
- observasjon og utelukkelse av selskaper på etisk grunnlag

Som følge av evalueringen av de etiske retningslinjene ble det opprettet særskilte miljørelaterte investeringsmandater. Investeringene gjøres innenfor samme rammeverk som fondets øvrige investeringer i aksjer og obligasjoner. Resultatene for de miljørelaterte mandatene er nærmere omtalt i avsnitt 4.1.6. Se også avsnitt 2.6.

I januar 2013 fikk Strategirådet i oppdrag å utarbeide en egen rapport om den overordnede strategien for ansvarlig investeringspraksis i SPU. Rapporten ble lagt fram 11. november 2013 og sendt på høring 29. november 2013. Strategirådet kommer med flere forslag som kan styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis ytterligere. Rapporten, høringssvarene og departementets vurdering er omtalt i avsnitt 2.5.

Finansdepartementet, Norges Bank, Folketrygdfondet og Etikkrådet deltar i den internasjonale debatten om ansvarlig investeringspraksis og samarbeider med andre aktører om å bidra til utviklingen av praksis og forskning innenfor sine områder. Denne typen samarbeid er nyttig fordi det kan bidra til utvikling og klargjøring av praksis internasjonalt, samtidig som det gir kunnskap for utviklingen av egen strategi.



Figur 4.31 Utviklingen av strategien for ansvarlig investeringspraksis i SPU

Kilde: Finansdepartementet.

Norges Bank og Folketrygdfondet har fastsatt egne prinsipper for utøvelsen av eierrettighetene for SPU og SPN som tar utgangspunkt i internasjonalt anerkjente prinsipper, jf. boks 4.2.

Eierskapsarbeidet er et sentralt virkemiddel i forvaltningen av Statens pensjonsfond. I takt med den internasjonale utviklingen har både Norges Bank og Folketrygdfondet videreutviklet og utvidet sitt eierskapsarbeid. Samspillet mellom eierskapsarbeidet og den øvrige forvaltningen er økt. Eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet er nærmere omtalt i avsnittene 4.4.2 og 4.4.3.

Selskaper skal utelukkes fra fondet dersom de produserer nærmere angitte produkter. Selskaper kan også utelukkes dersom det foreligger en uakseptabel risiko for at de medvirker til eller selv er ansvarlig for, grovt uetiske forhold slik dette er definert i retningslinjene. Utelukkelse av selskaper er et virkemiddel forbeholdt særlige tilfeller. Observasjon kan besluttes der det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, der det er tvil om utviklingen framover i tid eller der det av andre grunner anses

hensiktsmessig. Utgangspunktet for vurderingen av om et selskap skal settes til observasjon, er de konkrete vilkårene for utelukkelse i retningslinjene.

Etikkrådets arbeid med observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU er beskrevet nærmere i avsnitt 4.4.4.

Det har i 2013 pågått en diskusjon om fondets investeringer i kullselskaper og andre selskaper som produserer fossilt brennstoff. I avsnitt 2.7 gjør departementet rede for oppfølgingen av denne diskusjonen. I avsnitt 4.3 gjør departementet rede for noen pågående prosesser om internasjonale retningslinjer for ansvarlig næringsliv.

4.5.2 Ansvarlig investeringspraksis og eierskapsarbeid i SPU

Det følger av mandatet fra Finansdepartementet at Norges Bank skal integrere hensyn til god selskapsstyring og miljø- og samfunnsmessige forhold, basert på internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder for ansvarlig investeringsvirksomhet, i hele investeringsvirksomheten. Banken

Boks 4.2 Grunnprinsipper for utøvelse av eierskap

Norges Bank og Folketrygdfondet ivaretar eierrettighetene for henholdsvis SPU og SPN. Mandatet fra departementet slår fast at eierskapsutøvelsen skal baseres på 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 prinsippene og standardene er frivillige og ikke-rettslige anbefalinger som uttrykker forventninger til god selskapsstyring og stiller krav til god selskapspraksis i håndteringen av miljømessige og samfunnmessige forhold. Norges Bank og Folketrygdfondet har utarbeidet egne styrende dokumenter for ansvarlig investeringspraksis. Her framgår det hvordan disse forholdene er integrert i investeringsvirksomheten og oppfølgingen av selskapene. FN lanserte i 2006 et sett prinsipper for ansvarlige investeringer («Principles for Responsible Investment», PRI). Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet deltar i PRI på vegne av SPU og SPN. PRI tar utgangspunkt i at selskapsstyring, miljø og samfunnmessige forhold kan påvirke finansiell avkastning.

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 hovedmålsetning 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 virksomheten søker å følge de ti prinsippene. Global Compact er i dag verdens største initiativ for næringslivets samfunnsansvar med nesten 10 000 deltakere, herunder mer enn 7 000 bedrifter fra over 130 land. Medlemmene rapporterer årlig 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, herunder aksjonærenes rettigheter og nøkkelfunksjoner i eierskap, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer, åpenhet og innsyn, samt styrets ansvar og forpliktelser. I retningslinjene står det blant annet at et viktig styreansvar er å påse at det finnes systemer for å følge opp at selskaper følger relevante lovverk, for eksempel lover om skatt, konkurranse, arbeidsforhold, likestilling og helse og sikkerhet. Det står også at en betingelse for effektivt styrearbeid er at styret er i stand til å utvise objektivitet og uavhengighet i sine vurderinger.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er frivillige og ikke-rettslige anbefalinger fra tilsluttede stater til selskaper med internasjonal virksomhet. Retningslinjenes frivillige karakter innebærer at det ikke stilles krav om etterlevelse i rettslig forstand. Det er imidlertid en forventning om at selskapene tar retningslinjene i bruk så langt de passer for den enkelte virksomhet. Selskapene må selv vurdere hvordan dette kan gjennomføres på mest hensiktsmessig måte. Retningslinjene ble endret i 2011 og det ble blant tatt inn et kapittel om menneskerettigheter. De nye retningslinjene slår fast at bedriftene bør søke å 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.

Boks 4.2 (forts.)

De nye retningslinjene anbefaler også at selskapene handler i tråd med prinsippet om aktsomhetsvurdering, såkalt «due diligence». 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. Se avsnitt 4.4.3 for nærmere omtale

Prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI)

PRI er et initiativ støttet av FNs Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) og FNs Global Compact. Initiativet er rettet mot kapitaleiere, kapitalforvaltere og deres profesjonelle samarbeidspartnere. Prinsippene gir blant annet veiledning om hvordan en kan ta hensyn til miljø- og samfunnsmessige forhold

og selskapsstyring i forvaltningen og i eierskapsutøvelsen. Innarbeiding av slike hensyn vil også få følger for hvilken type informasjon investorer ber om fra selskaper og hva selskapene forventes å rapportere om. PRI har for tiden om lag 1 200 medlemmer, hvorav om lag 270 er kapitaleiere, 780 er kapitalforvaltere og 180 er 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.

har i tråd med dette etablert prinsipper og retningslinjer for ansvarlig investeringsvirksomhet. Disse utgjør rammeverket for arbeidet med ansvarlige investeringer, herunder eierskapsutøvelsen. Retningslinjene er offentliggjort på bankens hjemmeside (se www.nbim.no). Retningslinjene slår blant annet fast at informasjon om miljø- og samfunnsmessige forhold og selskapsstyring skal være en del av bankens vurderingsgrunnlag i investeringsbeslutninger og i risikostyringen.

I avsnitt 2.5 i denne meldingen legges det opp til å samle virkemidlene i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis i Norges Bank. Det betyr blant annet at Norges Bank også vil få ansvaret for å utelukke selskaper basert på kriterier fastsatt av Finansdepartementet. I omtalen under rapporteres det om bankens arbeid med ansvarlig investeringspraksis fram til nå.

Norges Banks retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis innebærer at banken i eierskapsutøvelsen vektlegger forutsigbarhet, åpenhet og samsvarende med fondets langsiktige investeringsstrategi. Norges Bank bruker sine rettigheter som aksjonær til å fremme samfunnsmessige og miljømessige forhold og bidra til bedre standarder for selskapsstyring. Banken er i kontakt med selskaper, investorer og myndigheter. Den har også dialog med andre

aktører som er med å fastsette standarder for finansmarkedene.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet

SPUs aksjebeholdning ved utgangen av 2013 innebærer en gjennomsnittlig eierandel på 1,3 pst. i de over 7 000 selskapene som inngår i fondets referanseindeks. Selv om eierandelene er relativt lave, er fondet blant de største aksjonærene i flere selskaper. Norges Bank framhever at den derfor i mange tilfeller er i bedre posisjon til å kunne påvirke markeder og enkeltelskaper enn mange andre investorer.

Eierskapsarbeidet i Norges Bank tar utgangspunkt i FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper (se boks 4.2). Banken har foretatt noen prioriteringer i eierskapsarbeidet, og har til nå valgt seks strategiske områder:

- likebehandling av aksjonærer
- styrets rolle og ansvar
- velfungerende finansmarkeder
- barns rettigheter
- klimaendringer
- vannforvaltning

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

I eierskapsutøvelsen tar Norges Bank utgangspunkt i etablerte prinsipper og praksis for god selskapsstyring, som innebærer at ansvaret for et selskaps forretningsstrategi og drift er lagt til styret og ledelsen. Styret er ansvarlig overfor alle aksjonærer, og bør være kjent med overordnede vurderinger fra ledende aksjonærer uten å forskjellsbehandle eller gi særinteresser urimelig innflytelse. Norges Bank skriver i sin årsrapport om forvaltningen av SPU i 2013 at investeringsanalysen omfatter analyser av land, markeder og selskaper, herunder risikovurderinger av problemstillinger som selskapsstyring og miljø- og samfunnsmessige forhold. Norges Bank viser til at den driver et langsiktig arbeid innenfor de definerte strategiske satsingsområdene. Virkemidlene i eierskapsutøvelsen er dialog med selskaper, investorer, regulerende myndigheter og andre standardsettere. Videre stemmer banken på generalforsamlinger og fremmer aksjonærforslag. Enkelte av virkemidlene, som arbeid med standardsettere, får ifølge Norges Bank innvirkning på hele eller store deler av fondets portefølje. Andre aktiviteter, som selskapskontakt, kan påvirke enkeltelskaper. Oppfølging av selskaper der fondet har de største beholdningene prioriteres. Disse beholdningene har størst betydning for fondets samlede avkastning og risiko.

Norges Bank skriver i høringsuttalelsen om Strategirådets rapport (jf. omtale i avsnitt 2.5) at hensyn til selskapsstyring, miljø- og samfunnsmessige forhold integreres i investeringsprosessen og i risikostyringen, noe som kan føre til tilpasninger i porteføljen og beslutninger om nedsalg eller ikke å kjøpe enkelte verdipapirer. Banken skriver i årsrapporten om forvaltningen av SPU i 2013 at den fortsatte arbeidet med å tilpasse porteføljen til risiko ved miljø- og samfunnsmessige forhold som kan ha betydning for fondets avkastning. Porteføljetilpasningene var basert på sektor- og selskapsanalyser som skal identifisere forretningsmodeller som vurderes som mindre bærekraftige og lønnsomme over tid. Norges Bank gjennomførte i fjor en risikovurdering av sektorer der miljøutfordringene er særlig store. Banken solgte seg ut av 27 selskaper som følge av disse risikovurderingene. Dette omfattet 11 kullgruveselskaper og 16 gullgruveselskaper.

Banken skriver videre i sin høringsuttalelse at det er positive vekselvirkninger mellom de ulike virkemidlene i eierskapsutøvelsen og investeringsvirksomheten for øvrig. I eierskapsutøvel-

sen analyserer og utvikler banken kunnskap om forhold som kan være av betydning for langsiktig avkastning i selskaper. Selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold kan få en innvirkning på investeringenes avkastning og risiko. På samme måte kan kunnskap som bygges opp som grunnlag for investeringsbeslutninger, komme eierskapsutøvelsen til gode. Gjennom investeringsvirksomheten møter banken regelmessig representanter for selskapene fondet har investert i. Dette legger grunnlaget for en god dialog om eierskapstemaer. Videre har banken gjennom investeringsvirksomheten svært god innsikt i mange av selskapene fondet er investert i. Denne kunnskapen bidrar til å sikre at eierskapsutøvelsen er relevant og basert på en helhetlig forståelse av enkeltelskaper og temaer. Dette kan i følge banken bedre mulighetene for positive resultater av eierskapsutøvelsen.

Stemmegivning, aksjonærforslag og deltakelse i styrende organer

I prioriteringen av eierskapsarbeidet tar Norges Bank hensyn til sammensetningen av fondets portefølje. Banken erfarer at det er spesielt viktig å se eierskapsutøvelse og investeringsbeslutninger i sammenheng i selskaper der fondet er en betydelig eier. Banken tar også hensyn til hvorvidt et forhold kan sies å være materielt på selskapsnivå og om det kan ha betydning for verdsettelsen av selskapet. Dialogen med selskapene blir mer konsistent når eierskapsutøvelsen ses i sammenheng med investeringsbeslutninger. Banken skriver i sin årsrapport om SPU at stemmegivning er den viktigste formelle muligheten investorer har til å uttrykke synspunkter, holde selskapsstyrer ansvarlige og påvirke selskapene. I 2013 etablerte Norges Bank et rådgivende utvalg for eierskapsarbeid for å styrke den langsiktige eierskapsutøvelsen. Utvalget består av tre internasjonalt anerkjente eksperter som bidrar med innspill til styreutnevnelser i fondets børsnoterte selskaper. I tillegg er det et rådgivende organ for eierskapsutøvelsen. Utvalget vil løpende gi innspill til fondets eierskapsaktiviteter om globale standarder.

Norges Bank skriver i årsrapporten om SPU i 2013 at den stemte ved 9 583 generalforsamlinger. Fra og med tredje kvartal 2013 publiseres stemmegivningen på nettsidene til banken dagen etter at stemmen er avgitt. Norges Bank oppgir at den vurderte og stemte blant annet på 239 aksjonærforslag om miljø- og samfunnsmessige spørsmål i løpet av året i tråd med bankens prinsipper for eierskapsut-

øvelse. Banken fremmet videre aksjonærforslag i fire amerikanske selskaper om å gi aksjonærene rett til å foreslå styremedlemmer i innkallingen til generalforsamlinger. Aksjonærforslagene ble fremmet for å tydeliggjøre styrets ansvar overfor aksjonærer og aksjonærrettigheter, i tråd med bankens fokusområder innen eierskapsutøvelsen. Banken skriver i årsrapporten at om lag en tredjedel av aksjonærene i tre av disse selskapene stemte for aksjonærforslagene. Aksjonærforslaget i det fjerde selskapet ble trukket da selskapet selv vedtok en liknende utvidelse av aksjonærrettighetene, før generalforsamlingen.

Banken oppgir at det i løpet av 2013 avholdt 2 304 møter mellom representanter for fondet og selskapenes ledelse. I møtene tok Norges Bank opp selskapenes planer, strategier og økonomiske stilling, inkludert spørsmål om selskapsstyring, miljø- og samfunnsmessige forhold. Banken gjennomførte også 77 møter med styreledere i selskaper der fondet har større eierposisjoner. Møtene dekket et bredt spekter av eierskapsrelaterte temaer, sentrert rundt styrets rolle i å etablere og videreutvikle et effektivt rammeverk for selskapsstyring.

I første kvartal 2013 benyttet Norges Bank retten til å nominere en representant til valgkomiteen i Volvo AB. Dette var første gang Norges Bank benyttet seg av retten til å sitte i en valgkomité i et selskap. Banken skriver at deltakelsen samsvarer med den langsiktige intensjonen om en tettere kontakt med styrene for å kunne sikre fondets verdier. Leder i Norges Bank Investment Management, Yngve Slyngstad, representerte Norges Bank i valgkomiteen.

Barns rettigheter, klimaendringer og vannforvaltning

Norges Bank forventer at selskaper skal håndtere samfunnsmessige og miljømessige risikoer som kan ha negativ innvirkning på fondets investeringer. Banken har prioritert å se særlig på risiko knyttet til barns rettigheter, klimaendringer og knappe vannressurser. Banken har utarbeidet egne forventningsdokumenter om disse områdene jf. overfor. I 2013 kartla banken hvordan selskaper i særlig utsatte sektorer oppfyller forventningene. Undersøkelsene tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon fra selskapene. Den mest omfattende undersøkelsen gjaldt klimarelatert risiko. Når det gjelder barns rettigheter, var bankens hovedkonklusjon i 2013 at en så en generelt økt rapportering i alle relevante sektorer, og spesielt innen klesproduksjon. For vannforvaltning skriver banken at resultatene er mer blan-

dede, og selskapene rapporterte generelt lite om i hvilken grad strategier og planer for vannforvaltning ble gjennomført.

Barns rettigheter

Norges Bank forventer at selskaper skal sikre barns rettigheter i sin virksomhet og hos leverandører. Selskapene må vise at de har tilfredsstillende systemer på plass for å håndtere risikoen for brudd på barns rettigheter. Norges Bank skriver i årsrapporten at den i 2013 fortsatte arbeidet med å støtte implementeringen av UNICEFs prinsipper for barn og næringsliv, som medlem av en rådgivende arbeidsgruppe for UNICEF. Arbeidsgruppen gir UNICEF råd om hvordan selskaper kan ta i bruk prinsippene. Prinsippene ble lansert i mars 2012 av UNICEF, FNs Global Compact og Redd Barna.

Klimaendringer

Norges Bank forventer at selskaper skal utvikle strategier for å håndtere risiko ved klimaendringer og rapportere om hva de gjør for å redusere risikoen for at slike endringer kan påvirke lønnsomheten negativt. I 2012 utvidet Norges Bank forventningene på dette området til også å inkludere risiko ved tropisk avskoging. I årsrapporten skriver banken at fra og med 2013 ble data fra CDP benyttet direkte i undersøkelser av rapportering innen strategiske satsingsområder. Norges Bank støtter CDPs arbeid med å standardisere og øke global rapportering når det gjelder klimarisiko.

Vannforvaltning

Begrenset tilgang til ferskvann er en økende risiko for mange selskaper. Banken skriver i årsrapporten at slik risiko kan utgjøre en langsiktig finansiell risiko for selskaper med forretningsmodeller som er sårbare for tilgang på ferskvann. Banken fortsatte i 2013 arbeidet med CDP Water Disclosure-initiativet, som er rettet mot å forbedre informasjon om vannressurser. Norges Bank ønsker informasjon som kan gi investorer bedre oversikt over vannrelatert risiko for utsatte sektorer og bedre dekning av informasjon i framvoksende markeder. Norges Bank har vært hovedsponsor for CDP Water Disclosure-initiativet siden 2009. En undersøkelse fra 2013 blant toppledere og eksperter fra industri, myndigheter og frivillige organisasjoner i regi av Verdens økonomiske forum viste at en vannrelatert

global krise anses som en av de mest sannsynlige globale truslene.

Bransjesamarbeid og standardutvikling

Norges Bank støttet i 2013 utviklingen av internasjonale standarder, blant annet ved å gi anbefalinger til den internasjonale komiteen for integrert selskapsrapportering (IIRC). Integrert selskapsrapportering bidrar til å heve kvaliteten på informasjon som gis til investorer, spesielt knyttet til selskapsstyring, miljø- og samfunnsmessige forhold.

4.5.3 Ansvarlig investeringspraksis og eierskapsarbeid i Statens pensjonsfond Norge

Det følger av mandatet fra Finansdepartementet at Folketrygdfondet skal integrere hensyn til god selskapsstyring og miljø- og samfunnsmessige forhold, basert på internasjonalt anerkjente prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet, i hele investeringsvirksomheten. 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 om miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring som et ledd i å nå målet om høyest mulig avkastning over tid. Folketrygdfondet har også offentliggjort et eget notat om sin eierskapsutøvelse (se www.ftf.no).

Satsingsområder i eierskapsarbeidet

Aktiv oppfølging av selskapene bidrar etter Folketrygdfondets syn både til lavere risiko og god verdiutvikling i porteføljen over tid.

Som finansiell investor engasjerer Folketrygdfondet seg i eierspørsmål om styresammensetning, godtgjørelse, rapportering og kommunikasjon, verdier og styringsprinsipper samt kapitalstruktur og strategi. For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det også som viktig å følge med på selskapenes lederlønnspolitik.

I tråd med mandatet fra departementet stiller Folketrygdfondet krav til god selskapsstyring og selskapenes håndtering av miljø- og samfunnsmessige forhold. For å tydeliggjøre forventningene har Folketrygdfondet utarbeidet veiledende dokumenter for selskapenes arbeid med lederlønnordninger, menneskerettigheter og arbeidstaker-

rettigheter, 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. Folketrygdfondets veiledende dokumenter om eierspørsmål og samfunnsmessige forhold er tilgjengelig på Folketrygdfondets hjemmeside (www.ftf.no).

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

Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringspraksis gjelder for alle selskapene SPN er investert i. 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 hjemmeside (www.ftf.no).

Folketrygdfondet har integrert arbeidet med ansvarlig investeringspraksis både i investeringsvirksomheten og i oppfølgingen av hvert enkelt selskap.

Folketrygdfondet har investert i enkelte sektorer der det er særlige utfordringer ved miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring (såkalte ESG – spørsmål). Som en hjelp til å håndtere risiko har Folketrygdfondet utarbeidet ESG-analyser for hvert av selskapene i den norske porteføljen. Analysene danner grunnlag for individuell oppfølging av selskapene. Med bakgrunn i dette har Folketrygdfondet definert noen problemstillinger som det arbeides særskilt med.

I 2013 har Folketrygdfondet valgt å prioritere arbeidet med selskapenes klimagassutslipp og tilknyttet rapportering, selskapenes håndtering av spørsmål knyttet til menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter og selskapers arbeid mot korrupsjon. Et annet område Folketrygdfondet fortsatt vurderer som viktig, er ukonvensjonell olje- og gassutvinning.

I forvaltningen av den norske investeringsporteføljen er dialog med selskaper en viktig del av eierskapsutøvelsen. I det norske markedet har Folketrygdfondet møter og kontakt med ledelsen i selskapene. Dette kan inkludere møter med styreleder i saker som hører inn under styrets ansvar. Folketrygdfondet legger vekt på å ha en god dialog med selskapene om eierspørsmål og samfunnsansvar. Dette innebærer blant annet at

Folketrygdfondet tar opp aktuelle miljø- eller samfunnsmessige problemstillinger eller spørsmål om selskapsstyring med selskapenes ledelse. I fondets eierrapport for 2013 opplyser Folketrygdfondet at fondet det siste året har hatt dialog med 17 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 forvaltningen.

CO₂-analyse av porteføljen

I 2013 har Folketrygdfondet fått utarbeidet en CO₂-analyse av den norske aksjeporteføljen for å øke fondets forståelse av klimarisiko i porteføljen. Analysen av den norske aksjeporteføljen er utført av det britiske konsulentselskapet Trucost. Ifølge analysen er det selskapene Folketrygdfondet er investert i innenfor sektorene materialer, energi, industri og konsumvarer som gir de største bidragene til porteføljeselskapenes totale CO₂-utslipp. Folketrygdfondet bruker dialog med selskapene som virkemiddel for å forsikre seg om at selskapene er bevisst sin egen klimarisiko, og har en strategi og tiltak for å håndtere denne risikoen.

Videreutvikling av arbeidet innen den nordiske porteføljen og i obligasjonsporteføljene

I løpet av 2012 og 2013 har Folketrygdfondet videreutviklet praksisen for eierskapsutøvelse i den nordiske aksjeporteføljen og i obligasjonsporteføljene. Fondet har blant annet inngått avtale med ekstern tjenesteleverandør om bistand til å utarbeide analyser og gå i dialog med selskapene som inngår i disse porteføljene dersom det avdekkes hendelser som må følges opp. Alle Folketrygdfondets investeringer er dermed gjenstand for løpende overvåking. I eierrapporten for 2013 opplyser Folketrygdfondet at i løpet av første halvår har den eksterne tjenesteleverandøren gjennomført dialog med ni nordiske selskaper.

I tillegg til løpende overvåking av utstederne i obligasjonsporteføljene har Folketrygdfondet som mål å integrere ESG-analyser ytterligere i den løpende kredittvurderingen. Det vektlegges at en utstedeers håndtering av miljø- og samfunnsmessige forhold er relevant informasjon for å vurdere kredittrisikoen. Dersom en slik tilnærming blir mer utbredt blant investorene, kan dette over tid få betydning for selskapenes finansieringskostnad. For investeringer i nordiske aksjer og obliga-

sjoner utstedt av nordiske selskaper, følger Folketrygdfondet de beslutninger Finansdepartementet tar på bakgrunn av tilrådinger fra Etikkrådet for SPU. Dersom departementet tar nordiske selskaper ut fra investeringsuniverset til SPU, utelukkes de også fra SPNs investeringsunivers. Finansdepartementet har etablert en prosedyre for å varsle Folketrygdfondet om slike beslutninger.

Stemmegivning og deltakelse i styrende organer

Aktiv deltakelse på selskapenes generalforsamlinger er en annen viktig del av Folketrygdfondets eierskapsarbeid. Folketrygdfondet stemmer ved generalforsamlingene i samtlige selskaper der SPN eier aksjer på tidspunktet for generalforsamling. Det ble stemt ved 60 generalforsamlinger i selskaper notert på Oslo Børs i 2013. Folketrygdfondet stemte i perioden mot 17 forslag ved generalforsamlingene til 8 forskjellige selskaper. Forslagene gjaldt blant annet lederlønn og opsjonsprogrammer.

For den nordiske porteføljen har Folketrygdfondet avgitt stemmer ved til sammen 111 generalforsamlinger i 2013, samtlige ved fullmakt med stemmeinstruks. I Norden har Folketrygdfondet stemt mot 87 forslag fremmet av styrene ved generalforsamlingene til 38 selskaper.

Valgkomiteene har de siste årene fått en stadig mer sentral rolle som styrende organ. I følge Folketrygdfondet profesjonaliseres styrearbeidet og en styresammensetning som samlet har den riktige kompetansen for selskapet vurderes å være av stor betydning. Folketrygdfondet legger vekt på at valgkomiteenes arbeid med å sette sammen kompetente styrever er av stor betydning. Folketrygdfondet er selv representert i sju valgkomiteer i norske selskaper. I tillegg deltar fondet i fem bedriftsforsamlinger og åtte representantskap.

Folketrygdfondet rapporterer årlig om sin utøvelse av eierrettigheter. Eierrapporten for 2013 er for første gang en del av Folketrygdfondets årsrapport. Rapporten redegjør for hvilke aktiviteter fondet har gjennomført for å ivareta sine eierinteresser. Den omfatter blant annet særskilt omtale av enkelte saker som er behandlet på generalforsamlingene, aktuelle saker Folketrygdfondet har tatt opp med selskapene og antall og type selskapsverv ansatte i fondet har.

Både forklaringer på stemmegivningen og eierrapporten er tilgjengelige på Folketrygdfondets hjemmeside (www.ftf.no).

Bransjesamarbeid og samarbeid med andre investorer

Som del av arbeidet med ansvarlig investeringspraksis deltar Folketrygdfondet i flere samarbeidsprosjekter og initiativer. Deltakelse i eksterne initiativer er, slik Folketrygdfondet ser det, viktig fordi det gir mulighet til å utveksle informasjon og erfaringer med andre investorer. Folketrygdfondet ønsker på denne måten også å bidra til utvikling av praksis på området.

SPN og Folketrygdfondet har siden 2008 vært tilsluttet FN's prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI). Folketrygdfondet deltar også i Carbon Disclosure Project (CDP) som årlig utarbeider en spørreundersøkelse om bedrifters klimagassutslipp. Informasjon samlet inn gjennom CDP blir innarbeidet i Folketrygdfondets selskapsanalyser.

Folketrygdfondet er en aktiv deltaker i Styreinstituttet, Norske Finansanalytikerforening og Eierforum. Folketrygdfondet har videre vært en av initiativtakerne bak nylanseringen av Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer, Norsif, som ble offisielt stiftet 7. januar 2013. Norsif er en forening for kapitaleiere, 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. Finans Norge (FNO) fungerer som Norsifs sekretariat.

4.5.4 Observasjon og utelukkelse av selskaper

Etter retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPUs investeringsunivers 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 framover medvirker til eller selv er ansvarlige for grovt uetisk aktivitet. Kriteriene for produktbasert og atferdsbasert utelukkelse, samt en oversikt over selskapene som er utelukket eller satt til observasjon på grunnlag av disse kriteriene, er tilgjengelige på departementets hjemmesider (www.regjeringen.no/spf).

Etikkrådet vurderer rutinemessig om grunnlaget for å utelukke et selskap fortsatt er til stede. Rådet kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale departementet å oppheve en tidligere beslutning om utelukkelse eller observasjon.

Siden forrige melding til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond har departementet kunngjort at 10 nye selskaper er blitt utelukket

fra fondet og at tre selskaper skal følges opp gjennom eierskapsutøvelse av Norges Bank. Observasjonen er avsluttet for ett selskap. Videre er begrunnelsen for utelukkelse endret for to selskaper. Ved utgangen av mars i år var 61 selskaper utelukket og to selskaper satt til observasjon.

Produktbasert utelukkelse

Retningslinjene sier 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
- 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 uavhengig av om tobakksproduksjonen utgjør en stor eller en liten del av selskaps virksomhet.

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. Fondet 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 slike begrensninger på investeringer i statsobligasjoner kan iverksettes. Statsobligasjonsunntaket ble innført i 2010. Statsobligasjonsunntaket gjaldt tidligere kun obligasjoner utstedt av Myanmar. Ettersom internasjonale sanksjoner og tiltak endres over tid, er det naturlig at det jevnlig vurderes hvilke stater som skal omfattes av unntaket i lys av hvilke stater som er gjenstand for

de mest omfattende sanksjons- og tiltaksregimer. Finansdepartementet gjorde i januar 2014 en slik vurdering etter opplysninger fra Utenriksdepartementet om omfanget av de sanksjoner og restriktive tiltak som er vedtatt for de enkelte stater. Finansdepartementet kom til at unntaket ikke lenger bør gjelde for Myanmar, men at Nord-Korea, Syria og Iran nå skal omfattes av unntaket. De internasjonale sanksjons- og tiltaksregimene mot disse landene inneholder investeringsforbud som gjør at SPU uansett ikke kan investere i slike 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.»

Etikkrådet vil framover følge opp denne bestemmelsen i tråd med de endringer Finansdepartementet har offentliggjort om statsobligasjonsunntaket.

Etikkrådet benytter et eksternt konsulentfirma som løpende overvåker selskapene i fondets portefølje og de selskapene som tidligere er utelukket fra fondet for produksjon i strid med retningslinjene. Hvert kvartal rapporterer konsulenten til rådet om selskaper som kan ha slik virksomhet. 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 strider 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 sikkerhet for at alle selskaper til enhver tid blir fanget opp av rådets overvåkingssystem.

40 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 produserer tobakk.

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 barnarbeid og annen utbytting av barn
- alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- alvorlig miljøskade
- grov korrupsjon
- andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

Etikkrådet 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 mottar kvartalsvise rapporter fra konsulenten. Etikkrådet mottar og vurderer også henvendelser fra personer og organisasjoner som ber rådet vurdere selskaper eller særskilte problemstillinger.

Etikkrådet studerer videre enkelte problemstillinger eller sektorer der det etter rådets mening 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 antas å ville fortsette framover.

I arbeidet med å dokumentere påståtte normbrudd benytter Etikkrådet i stor grad konsulentfirmaer, forskere og frivillige organisasjoner i det landet der de påståtte normbruddene finner sted. Slike oppdrag kan for eksempel omfatte feltarbeid og vurderinger av tilgjengelig dokumentasjon. Etikkrådet har siden 2009 hatt en rammeavtale med et konsulentfirma som bistår ved nærmere undersøkelser av selskaper.

I 2010 besluttet Etikkrådet å se nærmere på ni problemstillinger på miljøområdet. I 2013 har Etikkrådet videreført dette arbeidet blant annet på følgende områder: Oljeproduksjon med store lokale forurensingsproblemer, visse typer gruveaktivitet der avfallshåndtering innebærer særlig risiko, ulovlig hogst og annen særlig ødeleggende hogst, ulovlig fiske og annen særlig ødeleggende fiskeaktivitet, ødeleggende damprosjekter samt virksomhet med omfattende konsekvenser på særlig verdifulle verneområder.

Etikkrådet undersøker og overvåker kontinuerlig brudd på utelukkelseskriteriene i retningslinjene. På menneskerettighetsområdet har rådet i 2013 særlig rettet søkelyset mot arbeidstakerrettigheter, blant annet i elektronikkindustrien og landbruk og fiske. Etikkrådet har også sett nærmere på selskaper som utvinner olje i Ekvatorial Guinea.

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 korrupsjon, blir undersøkt nærmere.

Etikkrådet kontakter selskaper på et relativt tidlig stadium i utredningen av sakene. Selskapene bes om å besvare spørsmål eller sende rådet konkrete dokumenter. I 2013 kontaktet Etikkrådet over 40 selskaper. Tidvis ber selskaper om å få møte rådet. I 2013 møtte rådet 18 selskaper. Etikkrådet legger vekt på å få informasjon direkte fra selskaper, men avgir også tilrådingen om selskaper som ikke besvarer rådets henvendelser.

I alt 21 selskaper er utelukket fra SPU basert på atferdskriteriene, 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 krenkelser 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 krenkelser av individers 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. Departementet har også ett selskap til lukket observasjon under krig- og konfliktkriteriet.

Etikkrådet informerer departementet årlig om status for selskapene som er satt til observasjon og avgir 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 gjennom egne mandater fastsatt av departementet. Mandatene inneholder bestemmelser om plasseringsrammer, ansvarlig investeringspraksis, 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 flere meldinger til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond er det gjort nærmere rede for dette rammeverket, jf. oversikt i kapittel 5 i Meld. St. 27 (2012–2013) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012.

Departementet arbeider løpende med å videreutvikle rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Siktemålet er at rammeverket er tilpasset investeringsstrategien på en god måte samtidig som styringsstruktur og regulering er i tråd med ledende praksis internasjonalt. Det leg-

ges videre vekt på at forvaltningen av Statens pensjonsfond er gjenstand for betryggende tilsyn og kontroll.

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

5.2 Endringer i mandatet for SPU

I kapittel 2 i denne meldingen legges det opp til flere endringer i strategien for forvaltningen av SPU. Blant annet varsles det i avsnitt 2.5 endringer i strategien for ansvarlige investeringer og i avsnitt 2.6 legges det fram planer for å øke rammene for de miljørelaterte investeringene. Departementet legger opp til å endre mandatet som er gitt til Norges Bank i etterkant av Stortingets behandling av denne meldingen. Det vil bli rapportert til Stortinget om hvordan mandatet for SPU er endret.

Finansdepartementet

tilrår:

Tilråding fra Finansdepartementet 4. april 2014 om Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013 blir sendt Stortinget.

Vedlegg 1**Historiske tabeller**

Tabell 1.1 Avkastning av SPU i 2013, siste 3, 5, og 10 år, samt i perioden 1998–2013, målt i norske kroner. Årlig geometriske gjennomsnitt. Prosent

	2013	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2013
<i>SPU inkl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	25,11	9,59	9,23	5,78	5,46
Norsk inflasjon ¹	2,13	1,38	1,74	1,75	2,00
Forvaltningskostnader	0,07	0,07	0,09	0,10	0,09
Avkastning justert for kostnader og inflasjon	22,43	8,03	7,27	3,86	3,30
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	25,14	9,61	9,24	5,79	5,46
Referanseindeks	24,07	9,28	8,10	5,55	5,15
Meravkastning	1,07	0,33	1,13	0,24	0,31
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	36,26	11,76	12,75	7,28	5,23
Referanseindeks	34,87	11,41	12,08	6,80	4,70
Meravkastning	1,39	0,35	0,67	0,49	0,53
<i>Renteporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	8,01	5,49	3,35	3,89	4,79
Referanseindeks	7,74	5,33	1,57	3,69	4,58
Meravkastning	0,27	0,17	1,79	0,21	0,21

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 geometriske gjennomsnitt. Prosent

År	Fondets valutaurov		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	26,42	1,04	11,41	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	-1,86	2,34	-4,47	1,18
2002	-4,74	1,91	-19,09	1,29	4,76	1,58	-11,12	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	8,82	1,68	16,38	1,57	12,24	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	1,39	25,11	2,13	14,77	1,48	9,81	1,38	12,64	2,52
1998–2013	5,70	1,89	5,46	2,00	6,75	2,36	5,20	1,96	6,71	2,15
1997–2013	5,89	1,88	5,77	2,03	6,09	2,35	5,58	1,94	6,29	2,13

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 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. Dette innebærer at en aktivt velger å avvike fra den strategiske aktivaallokeringen ut fra vurderinger av hvorvidt en aktivaklasse er over- eller underpriset i forhold 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 egne analyser og vurderinger setter sammen en portefølje som avviker fra referanseindeksen kapitaleier har fastsatt. Siktemålet med slike avvik er å oppnå en meravkastning i forhold til referanseindeksens avkastning. I SPN og SPU har Finansdepartementet fastsatt kvalitative og kvantitative rammer som regulerer avviket fra referanseindeksen. Se *differanseavkastning*, *indeksforvaltning*, *faktisk referanseindeks*, *strategisk referanseindeks* og *relativ volatilitet*.

Avkastning

Historisk avkastning beregnes som endring i markedsverdien på fondet fra et gitt tidspunkt til et annet, og omtales ofte som absolutt avkastning. Se

geometrisk avkastning, *differanseavkastning* og *forventet avkastning*.

Differanseavkastning

Differanseavkastning er bidraget fra den aktive forvaltningen til avkastningen på de investerte midlene, og måles som avkastningsforskjellen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen. Positiv differanseavkastning betegnes meravkastning, mens negativ differanseavkastning betegnes mindreakstning. Se *faktisk portefølje*, *faktisk referanseindeks* og *strategisk referanseindeks*.

Diversifisering

Risikoen i en portefølje kan normalt reduseres ved å inkludere flere aktiva i porteføljen. Dette kalles risikospredning eller diversifisering. Det er bakgrunnen for at referanseindeksen til Statens pensjonsfond er spredt på ulike aktivaklasser og et bredt utvalg av land, sektorer og selskaper. Diversifisering kan bedre bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko inntil et visst punkt, der porteføljen sies å være effisient eller optimalt diversifisert. Se *faktisk referanseindeks* og *strategisk referanseindeks*.

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 påløper for beslutningstakeren. Dette betyr at den kostnaden produksjonen eller konsumet påfører samfunnet er høyere (eller lavere) enn den kostnaden produsenten eller konsumenten selv betaler. Et eksem-

pel kan være kostnader knyttet til klimagassutslipp (negative), eller utdanning (positive). Eksternalitetene leder til en markedsfeil, og et annet forbruk av en ressurs enn den samfunnsøkonomiske mest gunstige løsningen. Myndighetsbaserte løsninger på eksternalitetsproblemer inkluderer bl.a. skatter, avgifter og kvoter. Der som en ønsker å øke forbruket av en ressurs eller et produkt, kan det innføres subsidier.

Faktisk portefølje

Faktisk portefølje betegner de samlede investeringene som fondets består av. Faktisk portefølje vil normalt avvike noe fra referanseindeksen som følge av aktiv forvaltning. Se *faktisk referanseindeks* og *strategisk referanseindeks*.

Faktisk referanseindeks

Den faktiske referanseindeksen som er fastsatt for SPU og SPN inneholder et gitt antall verdipapirer, som er bestemt av de kriterier som indeksleverandør legger til grunn for inkludering av verdipapirer i sine indekser. Sammensetningen av referanseindeksen for aksjeinvesteringene og referanseindeksen for obligasjonsinvesteringene tar utgangspunkt i den strategiske referanseindeksen. Se *strategisk referanseindeks*.

Departementet forventer i utgangspunktet at forvalterne Folketrygdfondet og Norges Bank leverer en avkastning i samsvar med referanseindeksen avkastning, men rammeverket åpner innenfor bestemte rammer for aktiv forvaltning hvor forvalter i forsøk på å oppnå bedre avkastning enn referanseindeksen kan sette sammen en faktisk portefølje som avviker fra denne. Ettersom disse rammene er relativt små, vil referanseindeksene i stor grad avgjøre det vesentlige av fondets avkastning og risiko. Den faktiske referanseindeksen danner grunnlaget for risikostyringen i den aktive forvaltningen, og er utgangspunktet for måling av forvalters bidrag til resultatet. Se *aktiv forvaltning* og *faktisk portefølje*.

Forventet avkastning

Forventet avkastning er et statistisk mål på middelverdien i fordelingen over alle mulige utfall for avkastninger, 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 estimeres ved hjelp av historiske avkastningsserier, eller framoverskuende modellsimuleringer. Se *avkastning*.

Framvoksende markeder

Framvoksende markeder brukes som betegnelse på finansmarkedene i noen 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. FTSEs klassifisering av framvoksende markeder baseres bl.a. på bruttonasjonalinntekt per innbygger og egenskaper ved markedet, som størrelse, likviditet og regulering.

Fundamental analyse

Fundamental analyse har primært som formål å kartlegge faktorene som påvirker et aktivums 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 i aksjemarkedet 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. Hvis avkastningen i år 1 er 100 pst. og avkastningen i år 2 er -50 pst., er den gjennomsnittlige geometriske avkastningen kvadratroten av $((1+1) \times (1-0,5)) - 1 = 0$. Den geometriske avkastningen blir alltid lavere enn den aritmetiske avkastningen for samme periode. Årsaken til dette er en rentes-rente-effekt. Har man et år med negativ avkastning og så et år med tilsvarende positiv avkastning, vil man ikke ha gjenfunnet det investerte beløpet. Jo større variasjon det er i den årlige avkastningen, jo større blir forskjellen mellom geometrisk og aritmetisk avkastning. I kvartals- og årsrapporter er det mest vanlig å rapportere avkastning over tid som et geometrisk gjennomsnitt.

Indeks

En indeks inneholder et sett med verdipapirer bestemt ut fra de utvelgelseskriterier som indeksleverandør har lagt til grunn, og angir en gjennomsnittlig avkastning for de verdipapirene som inngår i indeksen. Verdipapirindekser utarbeides av børser, konsultentselskaper, aviser og investeringsbanker. De kan for eksempel være land-, region-, markedsvekt- eller sektorbasert. Hvis det er mulig å faktisk investere en portefølje med verdipapir 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 uotert 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 på faktisk portefølje og referanseindeksen være like, 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 markedseksposering kalles ofte betaavkastning. Se *indeks*, *faktisk referanseindeks* og *strategisk referanseindeks*.

Inflasjon

Inflasjon er en økning i det generelle prisnivået.

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 over tid. 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.

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 forpliktelser, for eksempel som følge av konkurs.

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 presist og vanskelige å måle. Se *risikofaktorer*.

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 «slå markedet». I en slik situasjon vil det være begrenset hvor mye verdi aktiv forvaltning kan tilføre. Se *aktiv forvaltning* og *fundamental analyse*.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risikoen for at verdien av en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av brede prisbevegelser i markedene for aksjer, valutaer, råvarer eller renter. Det er vanlig å legge til grunn at en må akseptere høyere markedsrisiko for å oppnå høyere forventet avkastning. Se *forventet avkastning*.

Markedsverdivokter

En portefølje eller indeks er markedsverdivektet når investeringene i hvert enkelt aktivum inngår med en vekt tilsvarende aktivaenes andel av markedets samlede verdi.

Meravkastning

Se *differanseavkastning*.

Mindreavkastning

Se *differanseavkastning*.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risikoen for tap som følge av at en kontraktsmotpart ikke oppfyller sine juridiske forpliktelser. Motpartsrisiko oppstår blant annet ved inngåelse av ikke-børsnoterte derivatkontrakter. Se *kredittrisiko*.

Nominell avkastning

Oppnådd avkastning målt i løpende priser, dvs. uten justering for prisstigning (inflasjon). Se *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, men 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-problemet refererer til en situasjon der det ikke er fullt interessesammenfall mellom en oppdragsgiver (prinsipalen) og den som skal utføre oppdraget (agenten). I situasjoner med asymmetrisk informasjon, f.eks. når innsatsen til agenten ikke er fullt ut observerbar for oppdragsgiver, kan det hende at agenten oppfører seg eller tar valg som ikke gagnar oppdragsgiver. Prinsipal-agent-problematikk er velkjent fra politisk og økonomisk litteratur og teori. I kapitalmarkedene vil prinsipal-agent-problemer kunne oppstå både mellom kapitaleier og -forvalter, 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 avkastningen 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 fremgangsmåte er å fastsette en referanseindeks sammen med

grenser for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseindeksen. Finansdepartementet har overfor Norges Bank og Folketrygdfondet oppstilt en grense i form av mål for forventet relativ volatilitet, som er det forventede standardavviket til avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen. Rammen for Norges Bank er satt til 1 prosentenhet forventet relativ volatilitet, mens den for Folketrygdfondet er 3 prosentenheter. Over tid og gitt noen statistiske forutsetninger innebærer dette at om hele rammen utnyttes, vil faktisk avkastning i to av tre år avvike med mindre enn 1 prosentenhet fra avkastningen på referanseporteføljen i SPU, og avvike med mindre enn 3 prosentenheter fra avkastningen på referanseporteføljen i SPN. Se *aktiv forvaltning, faktisk portefølje, faktisk referanseindeks og strategisk referanseindeks*.

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 måte å tallfeste risiko på. Se *markedsrisiko, operasjonell risiko, kredittisiko, systematisk risiko og standardavvik*.

Risikofaktorer

Risikofaktorer er faktorer som kan påvirke avkastningen på investeringer. Når de påvirker avkastningen i et bredt sett av investeringer, og dermed ikke kan elimineres gjennom diversifisering, kalles de systematiske. Investorer vil kunne kreve en forventet avkastning ut over risikofri rente for å være eksponert mot systematiske risikofaktorer. Dette kalles risikopremier. Kjente systematiske risikofaktorer i aksjemarkedet er markedsrisiko, verdi, størrelse, momentum, likviditet og volatilitet. Viktige systematiske risikofaktorer i obligasjonsmarkedet er termin-, kreditt-, inflasjons- og likviditetsrisiko, med tilhørende risikopremier. Se *diversifisering*.

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 grunnleggende investeringsstrategi for Statens pensjonsfond kommer til uttrykk gjennom strategiske referanseindekser for SPN og SPU. Referanseindeksenene angir en fast fordeling av fondskapitalen mellom de ulike aktivaklasser, og er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital vil være investert hvis forvalter ikke trekker rammen for aktiv forvaltning. Se *aktivaallokering*.

Systematisk risiko

Systematisk risiko er den delen av risikoen til et verdipapir eller verdipapirportefølje som ikke kan diversifiseres bort ved å eie flere verdipapir.

Den systematiske risikoen reflekterer økonomiens iboende usikkerhet. Investorer kan ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, manglende tilgang på kreditt og likviditet og markeds-kollaps mv. I henhold til finansteori vil høyere systematisk risiko kompenseres for i form av høyere forventet avkastning.

Det er vanlig å måle systematiske risiko med såkalte betaverdier. En betaverdi på 1 representerer den gjennomsnittlige systematiske risikoen i markedet. En representativ markedsindeks, som for eksempel referanseindeksen for SPU, vil dermed ha en beta nær 1. En portefølje med beta over 1 vil i gjennomsnitt ha større avkastningsvariasjon, men høyere forventet avkastning enn en portefølje med beta 1. For en portefølje med beta under 1 vil dette være motsatt. Se *risikofaktorer*.

Tilbakevektning

Departementet har fastsatt en strategisk referanseindeks for fondet med en fast fordeling på aktivaklasser og regioner. Ettersom avkastningen utvikler seg forskjellig i hver aktivaklasse og hver region, vil porteføljen over tid bevege seg bort fra den strategiske fordelingen. Fondet har derfor regler for tilbakevektning av porteføljen. Reglene innebærer at fondet har en faktisk referanseindeks som tillates å avvike noe fra den strategiske sammensetningen. Når avvikene blir for store kjøpes og selges de nødvendige aktiva for å bringe faktisk referanseindeks i overensstemmelse med strategisk referanseindeks. Se *faktisk referanseindeks* 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 kronekursens utvikling, beregnes avkastningen også i internasjonal valuta. Dette gjøres med utgangspunkt i fondets valutakurv som er sammenvektning 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 som måles i standardavvik. Volatilitet kan også vise til en systematisk risikofaktor i aksjemarkedet. Se *standardavvik* og *risikofaktorer*.

Vedlegg 3

Gjennomgang av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 13. desember 2013

Vi viser til Finansdepartementets brev av 27. juni 2013 der Norges Bank blir bedt om å legge fram analyser og vurderinger av bankens forvaltning av Statens pensjonsfond utland (SPU) som del av et samlet beslutningsgrunnlag departementet skal legge fram for Stortinget våren 2014. Vedlagt oversendes fire rapporter der banken redegjør for

- Resultater og risiko i forvaltningen, med særlig vekt på de fem siste år;
- Erfaringene med forvaltningen av eiendomspporteføljen;
- Erfaringene med de miljørelaterte mandater;
- Evaluering sett i forhold til mål og strategier i strategiplanen for 2011–2013.

Departementet ba i brevet av 27. juni i tillegg om bankens vurderinger av erfaringen med, og muligheten for å utnytte potensielle vekselvirkninger mellom eierskapsutøvelsen og den aktive forvaltningen. Norges Bank vil innarbeide denne vurderingen i vår høringsuttalelse til høring om strategien for ansvarlig investeringspraksis i SPU, jf. departementets brev av 29. november 2013.

Norges Banks hovedstyre tar sikte på å vedta strategiplanen for bankens område for kapitalforvaltning (Norges Bank Investment Management – NBIM) tidlig i 2014. Planen vil bli oversendt departementet i samsvar med Mandat for forvaltningen av SPU, § 7-1 (1). I samsvar med departementets brev av 27. juni vil banken i forbindelse med oversendelse av strategiplanen og i lys av utviklingstrekkene i forvaltningen av SPU samt erfaringer fra arbeidet med å videreutvikle forvaltningen, vurdere om dagens rammer for forvaltningen er hensiktsmessig utformet og tilpasset de forvaltningsstrategiene som brukes i gjennomføringen av forvaltningen. Videre vil vi drøfte hvordan rapporteringen kan videreutvikles som følge av utviklingen i bankens strategi for gjennomføringen av forvaltningen.

Nedenfor følger en kort oppsummering av hovedpunktene i de fire rapportene vi nå oversender departementet.

Avkastning og risiko

Formålet med denne rapporten¹ er å analysere avkastning og risiko i aksje- og renteporteføljen i SPU. Analysen er utført for årene 1998 til 2013² med hovedvekt på de siste fem årene. Avkastningsseriene er målt i fondets valutakurv, de er tidsvektet, og den relative avkastningen er en aritmetisk differanse mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og den faktiske referanseindeksen. Vi vil trekke fram følgende hovedpunkter fra rapporten:

- Både absolutt og relativ avkastning har vært positiv. Årlig absolutt avkastning har vært 5,49 prosent og årlig relativ avkastning var 0,31 prosentpoeng siden 1998. Siden 2009 er fondets årlige avkastning hhv. 11,6 prosent (absolutt) og 1,19 prosentpoeng (relativt).
- Absolutt og relativ avkastning har vært positiv for alle analyserte delperioder med unntak fra perioden rundt finanskrisen.
- Realisert risikojustert avkastning viser at vår forvaltning av fondet har bidratt til å bedre forholdet mellom risiko og avkastning i forhold til referanseindeksen.
- Eksponeringer mot systematiske risikofaktorer er analysert ved å benytte to markedsbaserte metoder. Begge metoder forsøker å estimere verdien av en konstant eksponering mot én risikofaktor. Slike beregninger gir ikke et fullstendig bilde ettersom fondets eksponering mot systematiske risikofaktorer varierer over

¹ GPF historical performance review (NBIM 13 December 2013).

² I analysen er tallene ajourført fram til og med tredje kvartal 2013. Når endelige resultater for 2013 foreligger, vil analysen bli oppdatert.

tid. Resultatene må derfor tolkes med varsomhet.

- Våre analyser viser at brutto meravkastning er et godt uttrykk for netto verdiskaping fra aktiv forvaltning.

Fondets avkastning de siste fem år har vært god både totalt, og sammenlignet med de indeksene fondets avkastning vurderes mot.

Erfaringer med forvaltning av eiendomsporteføljen

Finansdepartementet besluttet i 2010 at inntil 5 prosent av Statens pensjonsfond utland skal investeres i eiendom. I 2011 gjennomførte NBIM de første unoterte eiendomsinvesteringer. Per 30. september 2013³ utgjorde eiendomsinvesteringene 0,9 prosent av fondets samlede investeringer, tilsvarende 42,4 milliarder kroner. Rapporten⁴ gir en omfattende oversikt over investeringene og bankens organisering av virksomheten, inklusive styringsmodell og legale strukturer. Vi vil trekke fram følgende hovedpunkter fra rapporten:

- Investeringer i unotert eiendom skiller seg vesentlig fra investeringer i noterte aksjer og i obligasjoner. Et sentralt mål i den innledende fasen har vært å bygge en organisasjon med et velfungerende team og en solid infrastruktur som kan håndtere en stor portefølje av internasjonale eiendomsinvesteringer.
- Strategien i den innledende fasen var å investere i eiendommer i kjernemarkedene; først i Europa og senere i USA.
- Vi har hovedsakelig investert sammen med lokale partnere gjennom joint ventures. Våre partnere har lokal markeds kunnskap og står i dag for driften av eiendommene. Alle fondets investeringer i unotert eiendom er gjennomført ved å benytte datterselskaper av Norges Bank.
- Vi legger vekt på en gjennomføring som er tilpasset investeringsmulighetene og i samsvar med kravene i mandatet fra Finansdepartementet.
- Vi bruker god tid på innfasingen av eiendom i fondet, og gjennomføringen har vært preget av en forsvarlig oppbygging av ressurser, systemer og rammeverk for å nå målene på en ryddig måte uten kritiske hendelser. Dette er

lærdom som vi tar med oss i den videre utviklingen av investeringsområdet.

Oppstarten av eiendomsforvaltningen har vært vellykket så langt, men det har som forventet tatt tid å bygge opp investeringene.

Erfaringen med de miljørelaterte mandatene

Finansdepartementet besluttet å opprette et særskilt program for miljørelaterte mandatene i forbindelse med evalueringen av fondets etiske retningslinjer i 2008–2009. NBIM har siden 2009 tildelt interne og eksterne forvaltermandatene som er særlig rettet mot miljørelaterte investeringer. Disse investeringene gjennomføres med samme krav til lønnsomhet som fondets øvrige investeringer. Rapporten⁵ oppsummerer bankens erfaring med de miljørelaterte mandatene. Vi vil trekke fram følgende hovedpunkter fra rapporten:

- Ved oppstarten av programmet vurderte vi potensialet for miljørelaterte mandatene i fondets aktivklasser. Vi valgte å konsentrere investeringene under programmet til aksjer i børsnoterte selskaper.
- Det miljørelaterte investeringsuniverset er komplekst uten en entydig definisjon. Miljørelaterte selskaper kan finnes i en rekke næringer. Hver av disse næringene kan ha svært forskjellige egenskaper. Videre kan noen av de store multinasjonale selskapene ha virksomhetsområder som også er miljørelaterte. Det er også et skjønsspørsmål hvorvidt den miljørelaterte delen av et aksjeselskap er eller vil bli stor nok til å rettferdiggjøre en investering innenfor programmet for miljørelaterte mandatene.
- Risikoen i dette markedssegmentet er særlig forbundet med rask teknologiutvikling, raskt tilsig av nye markedsaktører og uforutsigbare rammevilkår, herunder endringer i offentlige subsidier og reguleringer.
- Perioden siden etableringen av de miljørelaterte mandatene har falt sammen med en global finanskrisen. Krisen bidro til å øke volatiliteten i dette segmentet og påvirket investorenes risikoappetitt i negativ retning.
- Markedssegmentet er forholdsvis lite, men vi kan håndtere det nåværende omfang av investeringer i miljørelaterte mandatene.
- Fondets miljørelaterte mandatene har hatt en samlet avkastning på 8 prosent i perioden

³ Når endelige resultater for 2013 foreligger, vil avkastningstallene i rapporten bli oppdatert.

⁴ Real estate experience to date: An overview of real estate activity from inception to Q3, 2013 (NBIM 13 December 2013).

⁵ Experience with environment-related mandates (NBIM 13 December 2013).

2009–2013, mens de brede aksjemarkedene målt ved fondets referanseindeks for aksjer har hatt en avkastning på 50 prosent i samme periode.⁶

De miljørelaterte investeringene egner seg godt til aktiv forvaltning, men har ikke bidratt til den gode avkastningen for fondet i perioden.

Evaluerings sett i forhold til mål og strategier i strategiplanen for 2011–2013

Hovedstyrets strategiplan for NBIM utarbeides for perioder på tre år og gir uttrykk for Norges Banks overordnede mål for kapitalforvaltningen i den aktuelle perioden. Strategiplanen for 2011–2013 ble vedtatt av hovedstyret 15. desember 2010, og ble oversendt Finansdepartementet i samsvar med kravene i mandatet for forvaltningen av SPU. Strategiplanen er offentliggjort på NBIMs nettsted.

Strategiplanen tar utgangspunkt i formålet for bankens forvaltning av SPU, som er å ivareta og utvikle finansielle verdier for framtidige generasjoner. Hovedmål for 2011–2013 var å:

- Gjennomføre en investeringsstrategi bygget på fondets særskilte karakteristika og eierens mål om absolutt avkastning, med strategier som er langsiktige, skalerbare og fokusert på underliggende verdier.
- Forenkle vår organisasjonsmessige og teknologiske infrastruktur, for å oppnå en effektiv og robust plattform for utføring av oppgaver.
- Styrke investeringskulturen i NBIM, og samtidig å fastholde vårt fokus på risikostyring.

Vedlagte rapport⁷ gir en oversikt over NBIMs måloppnåelse i strategiperioden. De viktigste resultater kan oppsummeres slik:

- Vi har endret organisasjonen slik at mer oppmerksomhet er rettet mot høy avkastning på lang sikt, og vi påbegynte investeringer i uo-tert eiendom.

⁶ Avkastning per 31. oktober 2013. Når endelige resultater for 2013 foreligger, vil avkastningstallene i rapporten bli oppdatert.

⁷ NBIM strategy close out 2011–2013 (NBIM 13 December 2013).

- Vi har forenklet porteføljestrukturen og teknologisk infrastruktur samt reduserte antall eksterne tjenesteleverandører, noe som har resultert i lavere kostnader i forvaltningen.
- Vi har styrket vår investeringskultur gjennom forbedret og mer konsentrert investeringsanalyse, og forbedret vår offentlige rapportering og åpenhet om forvaltningen av fondet.

I strategiperioden har NBIM rettet mer oppmerksomhet mot å oppnå høy absolutt avkastning på lang sikt, styrket investeringskulturen og videreutviklet åpenhet om forvaltningen av fondet.

Norges Banks samlede vurdering

Rapportene kan oppsummeres slik:

- Fondets avkastning de siste fem år har vært god både totalt, og sammenlignet med de indeksene fondets avkastning vurderes mot
- Oppstarten av eiendomsforvaltningen har vært vellykket så langt, men det har som forventet tatt tid å bygge opp investeringene
- De miljørelaterte investeringene egner seg godt til aktiv forvaltning, men har ikke bidratt til den gode avkastningen for fondet i perioden
- I strategiperioden har NBIM rettet mer oppmerksomhet mot å oppnå høy absolutt avkastning på lang sikt, styrket investeringskulturen og videreutviklet åpenhet om forvaltningen av fondet

Med hilsen,

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

Vedlegg (tilgjengelig på www.regjeringen.no/spf)

1. GPFG historical performance review (NBIM 13 December 2013)
2. Real estate experience to date. An overview of real estate activity from inception to Q3, 2013 (NBIM 13 December 2013)
3. Experience with environment-related mandates (NBIM 13 December 2013)
4. NBIM strategy close out 2011–2013 (NBIM 13 December 2013)

Vedlegg 4

Rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 31. januar 2014

Bakgrunn

Departementet har i brev til Norges Bank 27. juni 2013 varslet en bred gjennomgang av bankens forvaltning av Statens pensjonsfond utland (SPU). Som ledd i denne gjennomgangen har departementet bedt banken vurdere om dagens rammer for forvaltningen er hensiktsmessig utformet og tilpasset de forvaltningsstrategiene som brukes i gjennomføringen av forvaltningen.

Rammene for vår forvaltning av SPU følger av investeringsmandatet fra departementet. I vårt brev til departementet 1. oktober 2010 skrev vi at mandatet for forvaltningen av SPU inneholder en rekke bestemmelser som legger føringer på forvaltningen, og at det vil kunne oppstå behov for å justere mandatet etter hvert som vi vinner erfaring. Vår vurdering av hvorvidt rammene er hensiktsmessig utformet blir derfor en vurdering av om summen av bestemmelser i mandatet sikrer banken handlingsrom til å gjennomføre forvaltningsoppdraget på måte som bidrar til å maksimere den langsiktige avkastningen gitt moderat risiko. Vi har på denne bakgrunn utarbeidet et forslag til nytt investeringsmandat. Forslaget følger som vedlegg 1 til dette brevet.

Forslaget til nytt investeringsmandat for Norges Banks forvaltning av SPU tar utgangspunkt i prinsippene som ligger til grunn for gjeldende mandat:

- Fondets formål og risikoprofil gjenspeiler beslutninger i Stortinget og i Regjeringen.
- Mandatet angir en klar og ansvars- og rollefordeling mellom departementet og banken.
- Bestemmelsene i mandatet er utformet på en måte som sikrer at forvaltningen gjennomføres med sikte på å oppnå god avkastning på lang sikt samtidig som rollen som ansvarlig investorer ivaretas. Fondet er en finansiell investorer og ikke et utenrikspolitisk virkemiddel.
- Ansvar for å fastsette detaljerte bestemmelser er delegert til banken.

- Bankens løpende rapportering skal bidra til størst mulig åpenhet om forvaltningen.

Forslaget til nytt investeringsmandat innebærer ingen større endringer i fondets overordnede risikoprofil. Vi foreslår imidlertid at banken gis et større handlingsrom i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget i form av en noe høyere risikoramme og ved at ansvaret for å fastsette detaljerte bestemmelser i større grad delegeres til banken. En slik utvikling understøtter fondets lange investeringshorisont og gjør mandatet mer robust i forhold til behov for hyppige endringer. I tillegg til disse større endringene foreslår vi en rekke forklaringer og en ny struktur på mandatet. Forslaget er utformet på en måte som legger til rette for en videre utvikling av investeringsstrategien.

Risikomål for Norges Banks forvaltning av SPU

En sentral bestemmelse i mandatet er rammen for forventet relativ volatilitet (tracking error). Denne rammen er ment å regulere hvor mye markedsrisiko banken kan ta i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget.

Etter vår vurdering er det nå flere grunner til å vurdere denne bestemmelsen. Beslutningen om å investere inntil 5 prosent av fondet i eiendom er én endring i bankens forvaltningsoppdrag som tilsier en vurdering av risikomålet. Investeringer i unoterte markeder er vesentlig mer utfordrende å styre innenfor en forholdsvis stram ramme for relativ volatilitet. Dersom innslaget av unoterte investeringer øker framover, vil dette bidra til å forsterke utfordringene. Departementet har til nå valgt å løse dette ved å holde fondets eiendomsinvesteringer utenfor beregningen av rammen for relativ volatilitet. Fra et overordnet styringsperspektiv kan det framstå som lite hensiktsmessig at departementets overordnede risikoramme bare gjelder for deler av fondet. I forslaget til mandat omfatter fondets referanseindeks i § 2-1 (2) likvide

aksjer og obligasjoner, mens eiendom holdes utenfor. Imidlertid vil fondets eiendomsinvesteringer omfattes av rammen for relativ volatilitet etter bankens forslag. Rammen bør i så fall økes for å ta høyde for at beregningene av relativ volatilitet vil være noe mindre presis enn tidligere.

Gjennom tilpasninger i den operative referanseporteføljen har vi etablert et mer skreddersydd utgangspunkt for forvaltningen. Disse tilpasningene trekker i dag på rammen for relativ volatilitet. Vi har tidligere fremhevet evnen til å utnytte tidsvariasjoner i risikopremier og gjennomføre en motsyklisk investeringsstrategi som en styrke ved fondet. Vi har over de siste årene utviklet forvaltningen med sikte på å høste systematiske risikopremier, blant annet gjennom tilpasninger i den operative referanseporteføljen. Rammen for relativ volatilitet kan gjøre det utfordrende for å gjennomføre en slik investeringsstrategi.

Fra 1998 ble fondet forvaltet innenfor en ramme for relativ volatilitet på 150 basispunkter. Rammen ble redusert til 100 basispunkter i etterkant av finanskrisen. Erfaringer både fra før finanskrisen og i årene siden taler for at rammen igjen kan økes.

Dersom det sentrale risikomålet for bankens forvaltning fortsatt skal baseres på en ramme for relativ volatilitet, mener vi at rammen bør økes fra dagens 100 basispunkter. Norges Bank anbefaler en ramme på 200 basispunkter. Dette vil gi banken handlingsrom til å gjennomføre forvaltningsopdraget på en måte som utnytter fondets særtrekk og støtter opp under det overordnede målet for forvaltningen (jf. utkastet til nytt mandat § 3-4).

Et alternativ til å øke rammen for relativ volatilitet kunne ha vært å la det gå tydelig fram av mandatet at bestemmelsene om statsfinansiell styrke, miljørelaterte mandater og bankens tilpasning av porteføljen i etterkant av en rebalansering skal unntas fra beregningen av relativ volatilitet. Fondets eiendomsinvesteringer bør da også fortsatt unntas fra beregningen av rammen for relativ volatilitet, og eiendom bør fortsatt inngå med regnskapsverdi i referanseindeksen. Norges Bank vil ikke anbefale en slik løsning.

Norges Bank vil avslutningsvis peke på at det er en rekke svakheter ved å benytte relativ volatilitet som den sentrale bestemmelsen for risikotaking. Disse svakhetene er godt kjent. Forventet relativ volatilitet beregnes med utgangspunkt i statistiske modeller som bygger på en rekke forutsetninger. Ikke alle disse forutsetningene er like realistiske. Modellene legger ofte til grunn at historiske markedssvingninger og samvariasjoner beregnet på bakgrunn av en gitt historisk periode

er en god indikasjon på framtidig markedsutvikling. Dette kan medføre at risikoen systematisk overvurderes i perioder med høy volatilitet og undervurderes i perioder med lav volatilitet, noe som igjen kan resultere i en pro-syklisk innretning av investeringsstrategien.

På lengre sikt mener vi derfor at departementet bør vurdere om bankens forvaltning av fondet bør baseres på et absolutt risikomål i stedet for et relativt risikomål. Et slikt mål vil sikre at forvaltningen innrettes med hovedvekt på fondets totale svingningsrisiko og i mindre grad mot risikoen for avvik fra referanseindeksen.

Detaljert gjennomgang av bankens forslag til nytt mandat

Nedenfor gjennomgår vi i mer detalj bankens forslag til nytt mandat. Vi har i vårt forslag lagt vekt på at rammene i mandatet bør være overordnede, innbyrdes uavhengige og samtidig robuste og enkle å kommunisere. Vi viser også til tabelloppstilling i vedlegg 2 der forslaget er sammenstilt med dagens mandat.

Kapittel 1 omhandler alminnelige bestemmelser. Vi foreslår en forenkling og å flytte noen bestemmelser til andre kapitler i mandatet. Regler for tilførsel til fondet er omtalt i ny § 1-4. Tilførselen skjer i dag ved at Finansdepartementet fastsetter et månedlig overføringsbeløp i norske kroner. Overføringsbeløpet i utenlandsk valuta framskaffes dels ved direkte valutaoverføringer fra SDØE og dels gjennom Norges Banks kjøp av valuta i markedet. Vi foreslår at bestemmelsen endres til at banken mottar tilførsler av nye midler løpende. Formuleringen vil etter vår vurdering være dekkende for både en videreføring av gjeldende praksis og en eventuell framtidig endring til hyppigere overføringer.

Kapittel 2 omhandler den overordnede investeringsstrategien. Vi har i vårt forslag lagt til grunn gjeldende strategiske fordeling, men viser til vurderinger i Norges Banks brev av 6. juli 2010 om utvikling av investeringsstrategien til SPU. Ved å definere den strategiske fordelingen slik vi har gjort i forslag til nytt mandat § 2-1 (1), kan fordelingen mellom b og c endres når departementet eventuelt fatter en beslutning om å inkludere andre typer realaktiva enn eiendom i den strategiske fordelingen.

Norges Bank foreslår noen forenklinger i nytt mandat § 2-1 (2)-(3), herunder å ta ut beskrivelse av operative rutiner mellom banken og departementet og å flytte den detaljerte beskrivelsen av referanseindeksene som vedlegg til mandatet. Vi

foreslår også at fondets eiendomsinvesteringer ikke lenger skal være en del av den strategiske referanseindeksen. Vi foreslår ingen endring i det materielle innholdet i bestemmelsen om justering av aksjeandelen i referanseindeksen tilbake til 60 prosent.

Fondets investeringsunivers er omhandlet i ny § 2-2. Snarere enn å angi i detalj hvilke instrumenter fondet kan investeres i, foreslår vi en mer generisk definisjon av investeringsuniverset og en særskilt presisering av hvilke typer investeringer fondet i dag er avskåret fra å gjøre. Bestemmelsen er utformet på en måte som legger til rette for eventuelle senere endringer i investeringsuniverset.

Bestemmelsen om godkjenning av instrumenter og investeringsgjennomgang i gjeldende mandat § 4-10 forslås forenklet og flyttet til nytt mandat § 2-2 (4). Enkelte av bestemmelsene i det nåværende mandatet dekkes etter vår oppfatning av «Forskrift om risikostyring og internkontroll i Norges Bank». Disse bestemmelsene foreslås strøket fra mandatet for å unngå tvetydighet og gjøre mandatet robust for eventuelle endringer i internkontrollforskriften.

Kapittel 3 gir nærmere bestemmelser om bankens forvaltningsoppdrag. Vi foreslår en ny målformulering for forvaltningsoppdraget i § 3-1. Dagens mandat inneholder målformuleringer i to bestemmelser; § 1-2 (3) og § 2.1 (1). Dette kan bidra til å trekke i tvil om mandatet er utformet i tråd med prinsippet om innbyrdes uavhengige rammer. Norges Bank viser også til vår høringsuttalelse av 24. januar 2014 til Strategirådets anbefalinger. Vi foreslår derfor å innta i nytt mandat § 3-1 at god avkastning på lang sikt anses å være avhengig av en bærekraftig utvikling. Samtidig foreslår vi noen omformuleringer og forenklinger. Bestemmelsen om at banken skal foreta investeringsbeslutninger uavhengig av departementet foreslås flyttet fra dagens mandat § 1-1 (2) til nytt mandat § 3-1.

Vi foreslår at bestemmelsen om strategiplanen i dagens mandat § 1-6 (1), første setning, flyttes til nytt mandat § 3-2. De øvrige bestemmelser i dagens mandat § 1-6 mener vi er unødvendige.

Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse er en viktig del av forvaltningsoppdraget. Forslag til nytt mandat § 3-3 (1) er en videreføring av det materielle innholdet i bestemmelsene i dagens mandat § 2-1 (2)-(3) med noen omformuleringer og forenklinger. Norges Bank mener at det ikke er nødvendig med særskilte bestemmelser for de ulike typer investeringer. Bestemmelsene om ansvarlig forvaltning bør

i prinsippet gjelde hele porteføljen. Omtalen av eierskapsutøvelsen i nytt mandat § 3-3 (2) er en videreføring av dagens mandat §§ 2-2 og 2-3, med noen mindre justeringer. Vårt forslag til endringer av bestemmelsene om ansvarlig investeringspraksis tar ikke høyde for eventuelle endringer som

måtte komme i etterkant av departementets behandling av forslagene fra Strategirådet om samme tema. Banken legger til grunn at vi vil kunne komme tilbake til dette på et senere tidspunkt.

Norges Bank mener det er behov for noen endringer i rammene for forvaltningen som fastsettes av departementet. Rammene departementet setter bør være få og innbyrdes uavhengige. Vårt forslag til endring i rammen for forventet relativ volatilitet er omtalt tidligere. Videre foreslår vi å forenkle beskrivelsen av rammen for eksponeringen mot aksjer. Fordelingen mellom øvrige aktiva dekkes i nytt mandat § 2-1 (1).

Dagens mandat § 3-5 inneholder enkelte bestemmelser som Norges Bank foreslår å ta ut av mandatet siden formålet med disse bestemmelsene etter vår vurdering dekkes av andre bestemmelser. Dette gjelder:

- Kvalitative krav om systematiske risikofaktorer. Vi mener at dette dekkes av øvrige generelle bestemmelser om forvaltningen.
- Kvantitativ ramme for investeringer i høyrisiko obligasjoner. Vi mener at krav til å vurdere kredittrisiko i obligasjonsporteføljen og til å fastsette hensiktsmessige rammer, bør være Norges Banks ansvar, jf. vårt forslag til nytt mandat § 3-5 (1). Vi viser også til våre generelle vurderinger om ramme for kredittrisiko i Norges Banks brev av 1. oktober 2010.
- Kvalitative bestemmelser om eiendomsporteføljen. Disse gjelder innfasingstakten og er ikke lenger hensiktsmessige.

Krav til retningslinjer for reinvestering av kontantsikkerhet og for verdipapirer banken ikke eier («short-selling») foreslår vi å flytte til nytt mandat § 4-1 (3).

Dagens mandat § 3-6 inneholder krav til rammer som skal fastsettes av Norges Bank. Vi foreslår her en forenkling, samtidig som krav til å diversifisere eiendomsporteføljen erstattes av et mer generelt krav om at banken skal fastsette rammer for fondets eiendomsinvesteringer, herunder krav til diversifisering og relevante avkastningsmål.

Vi foreslår å erstatte den detaljerte spesifikasjonen av avkastningsmålet for eiendomsporteføljen med et mer generelt mål som fastsettes av

Norges Bank innenfor det overordnede målet om forvaltningen i nytt mandat § 3-1. Det nåværende mandatets § 3-4 sammenholdt med § 4-2 (2) har som mål for bankens forvaltning av eiendomsporteføljen at nettoavkastning (dvs. brutto avkastning etter fradrag for alle kostnader, som drifts-, transaksjons-, forvaltnings-, og skattekostnader) minst skal tilsvare avkastningen for Investment Property Databank (IPDs) Global Property Benchmark med unntak for Norge. IPD indeksen har på samme måte som andre indekser for private investeringer en rekke svakheter. Sammensettingen 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.

Vi foreslår også at kravet om at banken skal fastsette rammer for minste sammenfall mellom aksje- og obligasjonsporteføljen og tilsvarende referanseindekser strykes. Det er vår vurdering at de hensyn kravet om minste sammenfall søker å ivareta allerede er tilstrekkelig ivaretatt gjennom andre krav, som for eksempel krav til likviditetsrisiko, kredittrisiko og eierbegrensning.

Kapittel 4 i nytt mandat omhandler på samme måte som kapittel 4 i eksisterende mandat bestemmelser om virksomhets- og risikostyring. Norges Bank mener det er rom for betydelig forenkling samtidig som hovedprinsippene i gjeldende mandat videreføres.

Vårt forslag til § 4-1 (1) har materielt det samme innholdet som bestemmelsene i §§ 4-1 og 4-2 i gjeldende mandat. Siden internkontrollforskriften for Norges Bank uansett gjelder for ban-

kens forvaltning av SPU, er det ikke nødvendig å henvise til forskriften i mandatet. Tilsvarende inneholder dagens § 4-2 bestemmelser som er dekket av regnskapsforskriften for Norges Bank. Vårt forslag til nytt mandat § 4-1 (2) har materielt sett det samme innholdet som dagens mandat §§ 4-3 – 4-6, og 4-9. Vi foreslår å flytte bestemmelsen om rammer og retningslinjer for godtgjørelsesordning fra dagens mandat § 5-2 til nytt mandat § 4-1 (4) og å forenkle bestemmelsen ved å ta bort de deler av bestemmelsen som framgår av godtgjørelsesforskriften.

Kapittel 5 i nytt mandat omhandler forholdet mellom departementet og banken. Bestemmelsene er noe forenklet i bankens forslag

Kapittel 6 i nytt mandat gjelder bankens offisielle rapportering om forvaltningen av SPU. Bestemmelsene er noe forenklet i bankens forslag. Norges Bank legger vekt på at bankens løpende rapportering skal bidra til størst mulig åpenhet om og offentlig innsyn i forvaltningen av SPU. Siden 1998 har banken lagt fram års- og kvartalsrapporter for fondet på pressekonferanser. Rapporteringen er blitt betydelig utvidet i de senere årene. Dette gjelder særlig de utfyllende regnskapsnotene i tråd med nye krav i internasjonalt regelverk. Vi har dessuten løpende videreutviklet vårt nettsted www.nbim.no, som i dag er et viktig supplement til de trykte rapportene.

Med hilsen,

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

Vedlegg (tilgjengelig på www.regjeringen.no/spf)

1. Norges Banks forslag til nytt mandat for forvaltningen av SPU
2. Sammenligning mellom bestemmelsene i forslaget fra Norges Bank og i nåværende mandat for SPU

Vedlegg 5

Referanser

- Berk, I. og H. Yetkiner (2013), «Energy prices and economic growth: Theory and evidence in the long run», Izmir University of Economics Working Paper 1303.
- Chen, N.F, R. Roll og S.A. Ross (1986), «Economic Forces and the Stock Market», *Journal of Business*, 59 (3), 383-403.
- Driesprong, G, B. Jacobsen og B. Maat (2008), «Striking Oil: Another Puzzle», *Journal of Financial Economics*, 89, 307-327.
- El Hedi A.M. og J. Fredj (2010), «Short and long-term links between oil prices and stock markets in Europe», *Economics Bulletin*, 30 (1), 817-828.
- Hamilton, J.D. (1983), «Oil and the Macroeconomy since World War II», *Journal of Political Economy*, 91 (2), 228-248.
- International Monetary Fund (2000), «The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy», IMF Research Department Publication.
- Jones, C.M. og G. Kaul (1996), «Oil and the Stock Markets», *Journal of Finance*, 51 (2), 463-491.
- Kilian, L. (2008), «The Economic Effects of Energy Price Shocks», *Journal of Economic Literature*, 46 (4), 871-909.
- Kilian, L. (2009), «Not all oil price shocks are alike: Disentangling demand and supply shocks in the crude oil market», *American Economic Review*, 99 (3), 1053-1069.
- Kilian, L. og C. Park (2009), «The impact of oil price shocks on the U.S. stock market», *International Economic Review*, 50 (4), 1267-1287.
- Lee, K, S. Ni og R. Ratti (1995), «Oil shocks and the macroeconomy: The role of price variability», *Energy Journal*, 16 (4), 39-57.
- Mork, K.A. (1989). «Oil and macroeconomy when prices go up and down: An extension of Hamilton's results», *Journal of Political Economy*, 97 (3), 740-744.
-
-

Offentlige institusjoner kan bestille flere
eksemplarer fra:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Internett: www.publikasjoner.dep.no
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Telefon: 22 24 20 00

Opplysninger om abonnement, løssalg og
pris får man hos:
Fagbokforlaget
Postboks 6050, Postterminalen
5892 Bergen
E-post: offpub@fagbokforlaget.no
Telefon: 55 38 66 00
Faks: 55 38 66 01
www.fagbokforlaget.no/offpub

Publikasjonen er også tilgjengelig på
www.regjeringen.no

Omslagsillustrasjon: Bjørn Sæthren, 07 Media AS

Trykk: 07 Oslo AS – 04/2014

