



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 27

(2012–2013)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012





DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 27

(2012–2013)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av
Statens pensjonsfond i 2012

Innhold

Del I	Forvaltningen av Statens pensjonsfond	7	4.1.6	Miljørelaterte investeringer	55
			4.1.7	Operative referanseporteføljer	55
			4.1.8	Departementets vurderinger	56
1	Innledning	9	4.2	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge	56
2	Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland ...	12	4.2.1	Markedsutviklingen i 2012	56
2.1	Bakgrunnen for investeringsstrategien	12	4.2.2	Fondets markedsverdi	56
2.1.1	Utviklingen over tid	12	4.2.3	Avkastning	57
2.1.2	Hovedtrekk ved investeringsstrategien	14	4.2.4	Risiko og rammer	60
2.2	Systematiske risikofaktorer i aksjeporteføljen	16	4.2.5	Kostnader	63
2.2.1	Innledning	16	4.2.6	Departementets vurderinger	64
2.2.2	Råd og anbefalinger	16	4.3	Oppfølging av rammeverket for forvaltningen	64
2.2.3	Analyser av avkastning og risiko ..	20	4.3.1	Norges Banks rammeverk for eiendomsinvesteringer i SPU	64
2.2.4	Departementets vurderinger	26	4.3.2	Sikkerheten i IT-infrastrukturen i Norges Bank	65
2.3	Referanseindeksen for obligasjoner	27	4.3.3	Uavhengig gjennomgang av avkastningstallene i SPU	65
2.3.1	Innledning	27	4.3.4	Ansvarlige investeringer i SPU	66
2.3.2	Norges Banks råd	28	4.3.5	Santiago-prinsippene	66
2.3.3	Markedet for realrenteobligasjoner siden 2004	28	4.3.6	Folketrygdfondets rammeverk for risikostyring og kontroll av motpartsrisiko	66
2.3.4	Bevaring av kjøpekraft	30	4.4	Ansvarlig investeringspraksis	66
2.3.5	Departementets vurderinger	30	4.4.1	Innledning	66
2.4	Eiendomsaksjer i eiendomsporteføljen	31	4.4.2	Ansvarlig investeringspraksis og eierskapsarbeid i SPU	68
2.4.1	Innledning	31	4.4.3	Ansvarlig investeringspraksis og eierskapsarbeid i SPN	72
2.4.2	Noterte eiendomsaksjer sammenliknet med unotert eiendom	32	4.4.4	Observasjon og utelukkelse av selskaper	75
2.4.3	Departementets vurderinger	34	4.4.5	Strategirådet for SPU	77
2.5	Analyser av risiko	35	4.4.6	Etikkrådets ressursituasjon	78
2.5.1	Innledning	35			
2.5.2	Historisk avkastning og risiko	35	5	Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond	81
2.5.3	Framskrivning av fondets verdi	37	5.1	Innledning	81
3	Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond Norge	38	5.2	Endringer i mandatet for SPU	81
3.1	Bakgrunn	38			
3.2	Investeringsstrategien	38	Del II	Temaartikler	83
4	Oppfølgingen av forvaltningen	40	6	Systematiske risikofaktorer i aksjemarkedet	85
4.1	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland	40	6.1	Innledning	85
4.1.1	Markedsutviklingen i 2012	40	6.2	Forklaringer basert på risiko	86
4.1.2	Fondets markedsverdi	40	6.3	Forklaringer som ikke er basert på risiko	87
4.1.3	Avkastning	43	6.4	Oppsummering	88
4.1.4	Risiko og rammer	48	6.5	Referanser	88
4.1.5	Kostnader	54			

7	Noterte eiendomsselskaper	90	Vedlegg		
7.1	Innledning	90	1	Historiske tabeller	94
7.2	REITs-markedet	90	2	Ord og uttrykk	96
7.3	Avkastnings- og risikoegenskapene til REITs	91			



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 27

(2012–2013)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012

*Tilråding fra Finansdepartementet 12. april 2013,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Stoltenberg II)*

Del I
Forvaltningen av Statens pensjonsfond

1 Innledning

Statens pensjonsfond ble med virkning fra 1. januar 2006 etablert som en overbygning over Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Statens pensjonsfond 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 for og vurderinger av forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012. Samtidig legges det fram vurderinger av investeringsstrategien, og det gjøres rede for arbeidet med å videreutvikle rammeverket for forvaltningen.

Gode resultater

Fondet oppnådde et godt resultat i 2012. Avkastningen av SPU var 13,4 pst. og av SPN 12,2 pst., før fradrag for forvaltningskostnader. Avkastningen av SPU er målt i fondets valutakurv, mens avkastningen av SPN er målt i norske kroner. Den aktive forvaltningen både i Norges Bank og Folketrygdfondet bidro positivt til avkastningen. Forvaltningskostnadene i SPU og SPN utgjorde i 2012 henholdsvis 0,06 pst. og 0,09 pst. av gjennomsnittlig kapital. Ved utgangen av året var den samlede verdien av Statens pensjonsfond 3 961 mrd. kroner, en økning på 520 mrd. kroner sammenliknet med verdien ved inngangen til året.

Resultatene gjenspeiler den gode utviklingen i verdens aksje- og obligasjonsmarkeder i 2012. Aksjekursene steg gjennom året, blant annet som følge av at pengepolitiske tiltak i euroområdet bidro til økt risikovillighet blant investorene. Videre bidro fall i rentene på statspapirer med lang løpetid til kursstigning og høy avkastning på obligasjoner.

Det er fortsatt stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen internasjonalt. En må være forberedt på at verdien av fondet vil kunne svinge betydelig i årene som kommer.

Avkastningen i 2012 var vesentlig bedre enn departementets langsiktige forventninger, men godt innenfor det som må regnes som normale

svingninger i avkastningen fra år til år. Fra januar 1998 til desember 2012 er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning før forvaltningskostnader på 5,0 pst. i SPU og 6,6 pst. i SPN. Svingningene i avkastningen har vært betydelige. I løpet av denne 15-årsperioden har den årlige avkastningen variert mellom -23 pst. og 26 pst. for SPU, og mellom -25 og 34 pst. for SPN.

Etter fradrag for inflasjon og forvaltningskostnader har den gjennomsnittlige realavkastningen av SPU fra januar 1997 til desember 2012 vært 3,2 pst., mot 2,7 pst. målt ved utgangen av 2011. Den realiserte realavkastningen er nokså nær forventningen om 4 pst. realavkastning over tid, gitt normale svingninger i gjennomsnittlig avkastning.

Resultatene som er oppnådd i forvaltningen av SPU siden 1998 viser at avkastningen av obligasjoner i denne perioden har vært historisk høy og høyere enn for aksjer. Dette innebærer at investorene ikke er blitt kompensert for den risikoen som følger av at aksjer gjennomgående svinger mer i verdi enn obligasjoner. De siste 15 årene har rentenivået gjennomgående falt samtidig som finansmarkedene har vært gjennom flere store kriser.

Selv om totalavkastningen i fondet varierer mye fra år til år, er de løpende inntektene fra aksjer, obligasjoner og eiendom i form av utbytte, rentekuponger og leieinntekter mer stabile. De løpende inntektene til SPU utgjør for tiden i størrelsesorden 110 mrd. kroner per år eller om lag 3 pst. av fondskapitalen, mens de løpende inntektene til SPN utgjør om lag 6 mrd. kroner, svarende til knapt 4,5 pst. av kapitalen.

Siden det første innskuddet i SPU i 1996 var den samlede avkastningen av fondets investeringer ved utgangen av 2012 på 1 087 mrd. kroner, etter fradrag for forvaltningskostnader. Avkastningen av investeringene i SPN siden januar 1998 utgjør 136 mrd. kroner. Den høye avkastningen i kroner sett i forhold til SPNs nåværende størrelse må ses i sammenheng med innfrielse av kontolån i desember 2006 til en verdi av 101,8 mrd. og tilbakebetaling av et tilsvarende beløp til staten. Dette førte til at fondets kapital ble om lag halvert.

Departementet legger vekt på en kostnadseffektiv forvaltning av Statens pensjonsfond. Sammenlikninger med andre fond viser at forvaltningskostnadene for SPU og SPN er lave. Fra 1999 til 2012 har de årlige forvaltningskostnadene i SPU falt fra 0,09 pst. av kapitalen til 0,06 pst., mens de i SPN har økt fra 0,02 pst. til 0,09 pst. Økningen i forvaltningskostnader i SPN må blant annet ses i sammenheng med nedjusteringen av kapitalen i 2006, jf. ovenfor, og en betydelig økning i kostnader til nye styringssystemer i Folketrygdfondet, jf. Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010.

Videreutvikling av investeringsstrategien

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond bygger på formålet med fondet, oppfatninger om finansmarkedenes virkemåte og hvilke særtrekk og fortrinn fondet kan ha. Utgangspunktet for arbeidet med strategien er å søke høyest mulig avkastning over tid innenfor moderat risiko. Departementet legger vekt på fondets rolle som ansvarlig investor. God finansiell avkastning over tid antas å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, og av velfungerende, effektive og legitime markeder.

Statens pensjonsfond har en svært lang tidshorison. Fondet har ikke klart definerte forpliktelser, og det er lite sannsynlig at staten vil behøve å ta ut store beløp av fondet over en kort tidsperiode. Disse særtrekkene gir fondet i utgangspunktet større evne til å bære risiko enn mange andre investorer.

Fondets investeringsstrategi kjennetegnes særlig ved at en søker å utnytte fondets lange tidshorison og tjene på risikopremier over tid, ved en bred spredning av investeringene, en ansvarlig investeringspraksis, kostnadseffektivitet, et moderat innslag av aktiv forvaltning og en klar styringsstruktur. Det gjøres nærmere rede for investeringsstrategien til SPU i kapittel 2 i denne meldingen, og for strategien til SPN i kapittel 3.

Fondets investeringsstrategi er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt og at en må akseptere en viss risiko for å oppnå tilfredsstillende forventet avkastning over tid. Erfaringene fra forvaltningen av SPU og SPN de siste årene viser at en må være forberedt på perioder med betydelig uro i markedene, der fondenes investeringer kan svinge mye i verdi. En har evnet å holde fast ved investeringsstrategien selv om det har vært betydelige svingninger i fondets avkastning. I avsnitt 2.5 i meldingen er det gjort nærmere rede for analyser av risikoen i SPU.

Over tid er det gjort flere viktige valg i strategien for SPU. Fondets investeringer er gradvis blitt utvidet til å inkludere nye typer investeringer, land og selskaper. Ved å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. har forventet avkastning og risiko økt.

I Meld. St. 15 (2010–2011) trakk departementet opp perspektiver for videreutvikling av strategien for SPU. Det ble blant annet pekt på at SPU har en vesentlig lavere andel investert i unoterte aksjer og infrastruktur enn andre store fond internasjonalt. Videre ble det vist til at fondets størrelse og lange tidshorison gjør det naturlig å vurdere slike investeringer. Samtidig var vurderingen at det er usikkert om SPU vil kunne oppnå tilfredsstillende risikojustert avkastning etter kostnader av slike investeringer. Departementet la vekt på å bygge erfaring fra det største og mest utviklede unoterte markedet, markedet for fast eiendom, først. Det ble samtidig pekt på at SPUs særtrekk gjør det naturlig å komme tilbake til spørsmålet om unoterte aksjer og infrastruktur senere.

I 2012 vedtok departementet flere endringer i investeringsstrategien for SPU, jf. Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011. Det ble fastsatt en ny, forenklet referanseindeks for obligasjonsporteføljen. Noen typer statsrelaterte og pantsikrede obligasjoner ble tatt ut av referanseindeksen, samtidig som den ble utvidet med statsobligasjoner fra framvoksende økonomier. Det ble fastsatt en ny geografisk fordeling av referanseindeksen for aksjer som innebar en bredere spredning av investeringene. Endringene innebar i sum et skift i referanseindeksens fordeling på geografiske regioner. Endringene gjennomføres over tid. Høsten 2012 fastsatte departementet en ny regel for rebalansering i SPU som innebar forenklinger og økt åpenhet i forvaltningen, jf. Meld. St. 1 (2012–2013) Nasjonalbudsjettet 2013.

I årets melding legges det ikke opp til større endringer i fondets investeringsstrategi. Derimot drøftes flere sider ved strategien og vi følger opp beslutninger som er tatt de senere årene.

Et tema i årets melding er sammensetningen av aksjeinvesteringene i SPU og egenskapene ved strategier som søker å utnytte systematiske risikofaktorer. Ett 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. Et annet eksempel er «størrelse», som viser til at små selskaper over tid har hatt høyere avkastning enn store selskaper. I avsnitt 2.2 i denne meldingen gjøres det rede for analyser av systematiske risikofaktorer i fondets aksjeporte-

følge og det drøftes hvordan investeringer rettet mot slike risikofaktorer eventuelt kan gjennomføres.

Departementets vurdering er at referanseindeksen for SPU ikke bør justeres for systematiske risikofaktorer. Eventuelle strategier for å utnytte systematiske risikofaktorer bør være del av Norges Banks operative forvaltning.

Et annet tema i denne meldingen er om referanseindeksen for obligasjoner i SPU bør forenkles ytterligere ved å ta ut såkalte realrenteobligasjoner, i tråd med Norges Banks råd i brev til departementet 9. august 2012. Dette spørsmålet drøftes i avsnitt 2.3. Analysene departementet har foretatt så langt tyder på at slike obligasjoner fortsatt bør inngå i referanseindeksen til SPU. Det kan imidlertid bli aktuelt å vurdere dette spørsmålet på nytt senere, i lys av en bredere vurdering av hvordan endringer i inflasjon kan påvirke avkastning og risiko i fondet samlet sett.

Norges Bank er i ferd med å bygge opp en portefølje av eiendomsinvesteringer i SPU. I avsnitt 2.4 legger departementet fram analyser av avkastning og risiko som sammenlikner ulike måter å investere i eiendom på. Analysen tar for seg egenkapitalinvesteringer i unotert eiendom og i noterte eiendomsselskaper.

En ansvarlig investeringspraksis

Departementet legger vekt på at midlene i Statens pensjonsfond skal forvaltes på en ansvarlig måte. Forvaltningen må derfor innrettes slik at vi oppnår god avkastning over tid, samtidig som vi ivaretar rollen som ansvarlig investor.

Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, herunder eierskapsutøvelsen og observasjon og utelukkelse av selskaper, er en integrert del av forvaltningen av fondet og er nærmere omtalt i avsnitt 4.4. 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. Evalueringen tilsa at det skulle legges større vekt på muligheten for å bidra til positive endringer i selskapers atferd, og at samvirket mellom eierskapsutøvelsen og utelukkelse av selskaper burde styrkes. I 2010 ble det fastsatt et nytt mandat til Norges Bank for ansvarlig investeringspraksis og nye retningslinjer for observasjon og utelukkelse.

Departementet har som ambisjon at alle deler av forvaltningen av SPU og SPN skal være i tråd

med ledende praksis internasjonalt. Departementet arbeider derfor videre med strategien for ansvarlig investeringspraksis, se også Meld. St. 17 (2011–2012).

Departementet ga i januar 2013 Strategirådet for SPU i oppdrag å lage en rapport om fondets overordnede strategi for ansvarlig investeringspraksis. Det er opparbeidet verdifull kompetanse i Etikkrådet, Norges Bank og Finansdepartementet. Strategirådet skal i sin rapport blant annet vurdere hvordan de samlede ressursene og kompetansen best kan utnyttes for å styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis. Et viktig utgangspunkt for arbeidet er en ambisjon om å lukke eventuelle avvik fra beste praksis internasjonalt slik at fondet er en pådriver for utviklingen. Rådet kan foreslå endringer det mener kan styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, herunder operasjonelle og institusjonelle endringer. Rapporten blir lagt fram høsten 2013. Mandatet til Strategirådet er nærmere omtalt i avsnitt 4.4 i denne meldingen.

En bredt forankret strategi og åpenhet i forvaltningen

En bred forankring av forvaltningen av Statens pensjonsfond er viktig for at vi evner å stå fast ved den langsiktige strategien, særlig 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 kommuniseres, styres og kontrolleres på en klar og god måte. Samtidig viser erfaringene at det er krevende å avdekke alle former for risiko. I avsnitt 4.3 er det gjort rede for kontrollberegninger av avkastningstall og uavhengige gjennomganger 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 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 Utviklingen over tid

Investeringsstrategien for SPU er blitt utviklet over tid og bygger på omfattende faglige vurderinger. Sentrale valg i utviklingen av strategien er lagt fram for Stortinget. Figur 2.1 viser milepæler i utviklingen av investeringsstrategien.

Statens petroleumsfond ble opprettet i 1990 da Stortinget vedtok petroleumsfondsloven. Den første overføringen til fondet ble foretatt i mai

1996 på bakgrunn av et overskudd i statsregnskapet for 1995. Fram til 1998 ble fondsmidlene investert i statsobligasjoner fra åtte land.

I 1998 ble aksjer inkludert i referanseindeksen for fondet med en andel på 40 pst. Investeringsuniverset ble utvidet til 21 land. To år senere, i 2000, ble også enkelte framvoksende markeder inkludert i referanseindeksen for aksjer. Referanseindeksen for obligasjoner ble utvidet med ikke-statsgaranterte obligasjoner fra 2002.

I 2001 innførte departementet en ordning med å utelukke folkerettsstridige investeringer etter råd fra Petroleumsfondets folkerettsråd. I 2004 ble

1996	Første tilførsel til fondet
1998	Aksjer tatt inn i referanseindeksen med en vekt på 40 pst.
2000	Enkelte framvoksende aksjemarkeder tatt inn i referanseindeksen for aksjer
2002	Beslutning om å ta ikke-statsgaranterte obligasjoner inn i referanseindeksen for obligasjoner
2004	Flere framvoksende aksjemarkeder tatt inn i referanseindeksen for aksjer Etiske retningslinjer innført
2007	Beslutning om å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. Små selskaper tatt inn i referanseindeksen for aksjer
2008	Beslutning om å investere inntil 5 pst. i eiendom Alle framvoksende aksjemarkeder etter FTSEs definisjon tatt inn
2009	Evaluerings av etiske retningslinjer
2010	Retningslinjer for investering i eiendom fastsatt Evaluerings av aktiv forvaltning
2011	Første eiendomsinvestering
2012	Ny referanseindeks for obligasjoner Ny geografisk fordeling av referanseindeksen for aksjer Nye rebalanseringsregler

Figur 2.1 Milepæler i utviklingen av investeringsstrategien for SPU

Kilde: Finansdepartementet.

det fastsatt etiske retningslinjer for fondet. De etiske retningslinjene ble vurdert i 2009. Det førte til nye retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis, jf. omtale i avsnitt 4.4.

I 2007 ble det besluttet å inkludere segmentet for små selskaper i referanseindeksen for aksjer og å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. Opptrappingen av aksjeandelen ble fullført i første halvår 2009. I 2008 ble referanseindeksen for aksjer utvidet ved å inkludere alle framvoksende aksjemarkeder i henhold til indeksleverandøren FTSEs definisjon.

Erfaringene fra finanskrisen i 2008–2009 viste at det var behov for en ny vurdering av det faglige grunnlaget for aktiv forvaltning, i tillegg til å klargjøre hvilken rolle aktiv forvaltning skal spille som en del av den samlede investeringsstrategien. Den aktive forvaltningen ble derfor bredt vurdert i meldingen som ble lagt fram for Stortinget våren 2010. Gjennomgangen førte til flere endringer i retningslinjene. Rammen for forventet relativ volatilitet, som er sentral for å begrense markedsrisikoen i fondet, ble endret. Departementet varslet samtidig regelmessige gjennomganger av den aktive forvaltningen i begynnelsen av hver stortingsperiode og at slike gjennomganger kan lede til at omfanget av aktiv forvaltning justeres opp eller ned.

I 2008 ble det besluttet å investere inntil 5 pst. av fondsmidlene i en egen portefølje av fast eiendom. Samtidig vil andelen investert i obligasjoner bli tilsvarende redusert. Retningslinjer for investeringer i eiendom ble fastsatt 1. mars 2010, jf. Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009. De første investeringene ble gjort i Europa. Ved utgangen av 2012 utgjorde eiendomsporteføljen, som bestod av investeringer i kontor- og forretningseiendom i flere europeiske land, 0,7 pst. av fondets verdi. Det har hele tiden vært intensjonen å åpne opp for globale eiendomsinvesteringer. Med virkning fra 1. januar 2013 ble mandatet for SPU endret slik at eiendomsporteføljen kan investeres over hele verden. Eiendomsporteføljen er omtalt i avsnittene 2.4 og 4.3.1 og i kapittel 5.

I Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011 ble det lagt fram flere endringer i investeringsstrategien. Formålet var å få en enda bredere fordeling av fondets investeringer på land og geografiske regioner.

Det ble i meldingen gjort rede for en ny referanseindeks for obligasjonsporteføljen. Valutavektene i referanseindeksen lå tidligere fast med 60 pst. europeiske valutaer, 35 pst. nord-amerikanske valutaer og 5 pst. valutaer fra Asia og Oseania. I den nye referanseindeksen er enkelte delmarkeder for statsrelaterte og pantesikrede obligasjoner

tatt ut. Referanseindeksen er delt i en statsdel (70 pst.) og en selskapsdel (30 pst.). Statsdelens rolle er særlig å dempe svingningene i fondets avkastning. Landsammensetningen i denne delen av indeksen bestemmes av størrelsen på landenes økonomi målt ved BNP. Videre ble det tatt inn en bestemmelse i mandatet for SPU om at Norges Bank skal søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land i sammensetningen av investeringene i statsobligasjoner. Obligasjoner utstedt av selskaper forventes å bidra i noe større grad til å øke fondets forventede avkastning, blant annet som følge av en forventet kompensasjon for kredittrisikoen ved slike investeringer. Referanseindeksen for selskapsdelen inneholder også obligasjoner med fortrinnsrett og tar utgangspunkt i globale markedsvekter. Departementet la i meldingen opp til at statsdelen av referanseindeksen utvides til å omfatte alle valutaer som er godkjent av indeksleverandøren Barclays. Endringene ga en lavere andel europeiske valutaer og en høyere andel nordamerikanske og asiatiske valutaer. Stortinget sluttet seg til disse endringene, jf. Innst. 361 S (2011–2012).

Det ble også lagt fram planer om en ny geografisk fordeling av referanseindeksen for aksjer som Stortinget sluttet seg til. Etter Stortingets behandling har departementet fastsatt ny referanseindeks for aksjer. Referanseindeksen for aksjer hadde tidligere en fast fordeling med 50 pst. Europa, 35 pst. Amerika og Afrika og 15 pst. Asia og Oseania. Innenfor hver region var fordelingen mellom selskaper basert på selskapenes markedsverdi. Den nye referanseindeksen har ikke faste regionvekter. I stedet vil den geografiske fordelingen endre seg i tråd med den relative utviklingen i størrelsen på verdens aksjemarkeder. Referanseindeksens innslag av utviklede markeder i Europa vil fortsatt være noe høyere enn det som følger av globale markedsvekter, mens innslaget av utviklede markeder i Nord-Amerika vil være noe lavere. Innslaget av framvoksende markeder i alle regioner og utviklede markeder i Asia og Oseania vil være på linje med globale markedsvekter. Den konkrete regelen for beregning av referanseindeksen framgår av mandatet for forvaltningen av SPU, som er tilgjengelig på departementets internettsider (www.regjeringen.no/spf).

Basert på markedsverdiene ved inngangen til 2012 innebar de nye referanseindeksene at andelen i Europa reduseres med til sammen 13 prosentenheter, fra 54 pst. til 41 pst., mens andelen i framvoksende markeder økes med til sammen 4 prosentenheter, fra 6 pst. til 10 pst. Ved utgangen av 2012 var andelen Europa i aksje- og

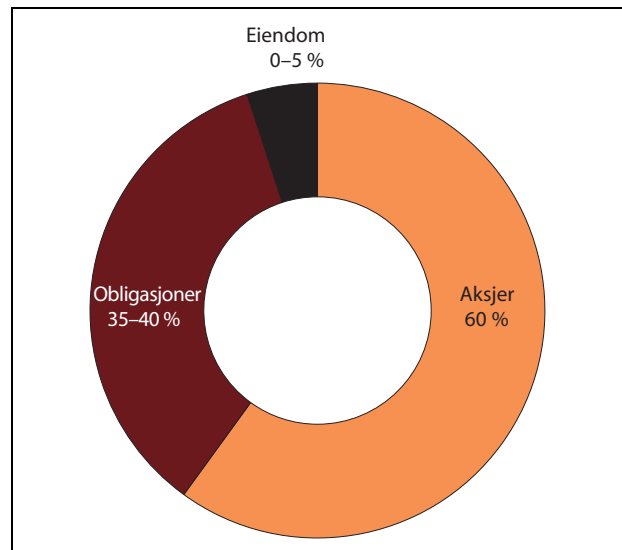
obligasjonsindeksen samlet redusert til i underkant av 47 pst. Andelen framvoksende markeder hadde økt til i underkant av 9 pst. Tilpasningen av referanseindeksen hadde ved årsskiftet kommet lenger for obligasjoner enn for aksjer. Europeiske valutaer utgjorde da vel 43 pst. av referanseindeksen for obligasjoner, mens innslaget av europeiske aksjemarkeder i referanseindeksen for aksjer var knapt 49 pst. Tilpasningene til ny geografisk fordeling vil fortsette i tråd med målene som ble omtalt i Meld. St. 17 (2011–2012). Det følger av de nye referanseindeksene at andelene i ulike regioner og land for aksjer og selskapsobligasjoner vil avhenge av markedsutviklingen og for statsobligasjoner vil avhenge av den relative utviklingen i BNP.

Det ble i Meld. St. 17 (2011–2012) også gjort nærmere rede for bakgrunnen for og erfaringene med rebalansering, eller tilbakevektning, av referanseindeksen for SPU. Formålet med rebalansering er å sikre at referanseindeksen over tid ikke avviker vesentlig fra den strategiske fordelingen på ulike aktivaklasser. Rebalansering kan også bidra til å øke fondets avkastning ved at en selger aksjer når aksjekursene er høye og kjøper når de er lave. På den annen side gir rebalanseringer transaksjonskostnader, blant annet fordi markedsprisene kan bli påvirket av de handlene som må gjennomføres ved tilbakevektningene. Med virkning fra 8. oktober 2012 ble det fastsatt nye retningslinjer for rebalansering av referanseindeksen, jf. nærmere omtale i Meld. St. 1 (2012–2013) Nasjonalbudsjettet 2013. Aksjeandelen skal vektet tilbake til den strategiske andelen på 60 pst. dersom aksjeandelen i referanseindeksen avviker mer enn fire prosentenheter fra andelen i den strategiske referanseindeksen ved utgangen av måneden.

Norges Bank gir Finansdepartementet råd om investeringsstrategien. Slike råd kan gis på eget initiativ eller etter anmodning fra departementet. I denne meldingen omtales flere råd fra Norges Bank, samt analysenotater utarbeidet som bakgrunn for de råd banken har gitt. Disse er tilgjengelige på bankens nettsider (www.nbim.no).

Det er også opprettet et strategiråd med eksterne eksperter som vurderer departementets arbeid og bidrar med faglige innspill til å utvikle investeringsstrategien videre. Mandatet og sammensetningen av rådet varierer over tid. Strategirådet for SPU i 2013 vurderer fondets overordnede strategi for ansvarlig investeringspraksis, jf. avsnitt 4.4.5.

I tillegg innhenter departementet jevnlig råd og vurderinger om aktuelle tema fra anerkjente akademikere og andre eksperter. I denne meldin-



Figur 2.2 Strategisk referanseindeks for SPU. Prosent

Kilde: Finansdepartementet.

gen omtales en rapport fra indeksleverandøren og analyseselskapet MSCI om såkalte systematiske risikofaktorer i aksjemarkedet, samt en rapport fra professorene Frank de Jong og Joost Driessen om likviditet. Rapportene er tilgjengelige på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf).

2.1.2 Hovedtrekk ved investeringsstrategien

Den langsiktige investeringsstrategien for SPU angir en fast andel aksjer på 60 pst. Fram til 2010 var andelen obligasjoner 40 pst. I 2010 ble mandatet endret. Norges Bank skal over tid plassere inntil 5 pst. av fondets kapital i en egen eiendomsportefølje. Andelen obligasjoner reduseres tilsvarende. Fordelingen på aksjer, obligasjoner og eiendom gjenspeiles i fondets strategiske referanseindeks, jf. figur 2.2. Referanseindeksen er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital i utgangspunktet vil være investert hvis Norges Bank ikke skal trekke på rammen for avvik fra indeks.

Utgangspunktet for arbeidet med investeringsstrategien for SPU er å søke å oppnå en høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen i fondet innenfor et moderat nivå på risiko. Strategien er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt og avledet av formålet med fondet, fondets særtrekk og antakelser om finansmarkedenes virkemåte.

Finansdepartementet som fondets eier og Norges Bank som forvalter har over tid utviklet en investeringsstrategi som særlig kjennetegnes ved:

- å tjene på risikopremier over tid,
- å spre investeringene,
- å utnytte fondets lange tidshorison, t,
- en ansvarlig investeringspraksis,
- kostnadseffektivitet,
- et moderat innslag av aktiv forvaltning og
- en klar styringsstruktur.

Investeringsstrategien bygger på at en må akseptere en viss risiko for å oppnå tilfredstillende forventet avkastning over tid. Denne forventede meravkastningen kalles en *risikopremie*. For eksempel er aksjer mer risikable enn obligasjoner. Investorer vil forvente å få betalt for dette i form av en høyere avkastning ved aksjeinvesteringer. Størrelsen på denne meravkastningen, eller aksjepremien, er usikker og vil variere over tid.

Valget av aksjeandel er det valget som i størst grad bestemmer fondets samlede risiko. Andre risikopremier er blant annet obligasjoners rentebindingsperiode (terminpremie) og risikoen for at låntaker misligholder sine forpliktelser (kredittrisiko). I avsnitt 2.2 analyseres systematiske risikofaktorer i aksjemarkedet.

Forvaltningen av fondet sikter ikke mot at svingningene i avkastningen skal bli minst mulige. En strategi med dette som formål ville gitt vesentlig lavere forventet avkastning. SPU har en større evne til å bære risiko enn mange andre investorer. Det må blant annet ses i sammenheng med at fondet ikke har klart definerte forpliktelser i framtiden og den svært lange tidshorisonen.

Ved å *spre investeringene* på mange verdipapirer kan den samlede risikoen bli lavere enn summen av risikoen ved 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 er også spredt på markeder i mange land. I hvert marked fordeles investeringene på en rekke enkeltelskaper og obligasjonsutstedere. De nye referanseindeksene for aksjer og obligasjoner omtalt ovenfor og et globalt mandat for eiendomsinvesteringer bidrar til at investeringene spres enda bredere på ulike land og regioner.

Investeringene i SPU er *langsiktige*. Det er lite sannsynlig at staten vil behøve å ta ut store beløp fra fondet i løpet av en kort periode. Fondet er et instrument for generell sparing, og det er ikke ørmerket særskilte forpliktelser slik som tradisjonelle pensjonsfond. Det er heller ikke avhengig av kort-siktig finansiering eller underlagt reguleringer som kan tvinge fram salg på uønskede tidspunkter.

Den lange tidshorisonen gjør det lettere å tåle betydelige svingninger i fondets avkastning fra år

til år. Langsiktigheten støtter derfor opp under beslutningen om å investere 60 pst. av fondet i aksjer. Aksjeplasseringene, som gir oss eierandeler i verdens produksjonskapasitet, ventes å gi vesentlige bidrag til avkastningen over tid. Samtidig fører de til større svingninger i resultatene.

Strategien for SPU utnytter også langsiktigheten ved å investere i aktiva som i korte eller lengre perioder er mindre omsettelige. Unoterte eiendomsinvesteringer er et eksempel på et stort marked som forutsetter en lang tidshorison, blant annet som følge av lav omsettelighet. Studier av andre fonds strategier viser at store investorer har en høyere andel unoterte investeringer enn små investorer. Det kan tyde på at det er stordriftsfordeler i forvaltningen av slike investeringer. Disse kan komme både fra lavere kostnader og høyere avkastning.

Den lange tidshorisonen er også utnyttet ved å ha en strategi der aksjeandelen opprettholdes over tid gjennom såkalt rebalansering.

SPU skal følge en *ansvarlig investeringspraksis* som fremmer god selskapsstyring og tar hensyn til samfunnsmessige og miljømessige forhold, i tråd med beste praksis internasjonalt. En ansvarlig investeringspraksis støtter opp under målet om å oppnå god avkastning over tid, i tillegg til å være en forutsetning for oppslutningen om forvaltningen av fondet i den norske befolkningen. Fondets rolle som ansvarlig investor kommer blant annet til uttrykk i retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper av 1. mars 2010. Etikkrådet gir departementet råd om observasjon og utelukkelse basert på disse retningslinjene. Norges Bank utøver fondets eierskap basert på internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder. Eierskapsutøvelsen skal bidra til bedre sammenfall mellom selskapenes interesser og SPUs interesser som langsiktig investor. Videre skal Norges Bank integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø- og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksomheten. Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis er nærmere omtalt i avsnitt 4.4.

I mandatet som er gitt til Norges Bank, heter det at banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter *kostnader*. Det er i tråd med ønsket om å oppnå stordriftsfordeler i forvaltningen. Samtidig er det ikke lave kostnader i seg selv, men høy netto avkastning som er målet. Sammenlikninger med andre store fond viser at Norges Banks forvaltningskostnader er relativt lave. Over tid har forvaltningskostnadene som andel av fondskapitalen falt, jf. omtale i avsnitt 4.1. Forvaltningskostnadene i unoterte markeder vil variere

mer enn i noterte makeder og kan være høye. Samtidig har store investorer historisk hatt lavere forvaltningskostnader enn små investorer målt i forhold til forvaltet kapital.

Mandatet for SPU inneholder rammer for forvaltningen. Det er blant annet fastsatt referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Det meste av risikoen i fondet følger over tid av utviklingen i disse referanseindeksene. Samtidig er det i mandatet også fastsatt rammer for avvik fra referanseindeksene, som innebærer et moderat innslag av *aktiv forvaltning* i fondet.

Norges Bank skal oppnå høyest mulig avkastning innenfor de rammer mandatet setter. Banken beskriver sin strategi gjennom NBIMs strategiplan. Norges Bank legger opp til at deres forvaltere analyserer enkeltaksjer eller -obligasjoner ut fra fundamentale forhold for å identifisere verdipapirer som forventes å gi god inntjening og avkastning over tid. Ved endringer i de strategiske referanseindeksene og ved tilførsel av ny kapital til fondet tilpasser Norges Bank fondet på en mest mulig effektiv måte, blant annet ved å unngå unødvendige transaksjonskostnader.

Norges Bank har utviklet operative referanseporteføljer for forvaltningen av fondet, jf. nærmere omtale i avsnittene 2.2, 2.3 og 4.1. Disse er et verktøy for å styre og kommunisere langsiktige tilpasninger banken gjør i forvaltningen av aksje- og obligasjonsinvesteringene relativt til referanseindeksen fra Finansdepartementet. Målet er å oppnå et bedre forhold mellom forventet avkastning og risiko etter kostnader.

Forvaltningen av SPU tar utgangspunkt i en *klar styringsstruktur* der Stortinget, Finansdepartementet, Norges Banks hovedstyre, forvaltningsenheten NBIM og interne og eksterne forvaltere har ulike roller og ansvar. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i systemet, mens rapportering av resultater og risiko går oppover, jf. omtale i kapittel 5 og i Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010.

2.2 Systematiske risikofaktorer i aksjeporteføljen

2.2.1 Innledning

Forvaltningen av aksjeporteføljen i SPU tar utgangspunkt i en referanseindeks fastsatt av departementet. Sammensetningen av referanseindeksen for aksjer er basert på et prinsipp om markedsverdivektet. Det betyr at hvert enkelt selskap inngår i indeksen med en vekt lik den markedsverdien aksjene i selskapet har som andel av ver-

dien på det samlede noterte aksjemarkedet. En markedsverdivektet indeks gjenspeiler de investeringsmulighetene som er tilgjengelige for en typisk investor og kan ses på som den porteføljen alle investorer har i gjennomsnitt. Utviklingen i en markedsverdivektet indeks viser verdiutviklingen i det samlede aksjemarkedet.

Risikoen ved utviklingen i det samlede aksjemarkedet blir gjerne omtalt som markedsrisiko. Investorer som er villige til å akseptere markedsrisiko, regner med å få betalt for å ta på seg denne risikoen i form av høyere forventet avkastning over tid enn ved mer sikre plasseringer. Den forventede meravkastningen kalles gjerne aksjemarkedets risikopremie. Markedets risikopremie er den mest sentrale risikopremien for aksjer.

Over tid er det avdekket flere systematiske avkastningsmønstre i aksjer. Forskning viser at flere ulike egenskaper ved aksjene 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 forklare avkastningen i et bredt sett av aksjer, og kalles derfor gjerne systematiske risikofaktorer, jf. definisjoner i tabell 2.1.

Statistiske analyser viser at en vridning av sammensetningen av en aksjeportefølje i retning av disse faktorene historisk har gitt høyere avkastning over tid. Det har for eksempel vært lønnsomt å eie litt mer av de minste selskapene og litt mer av de aksjene som har hatt høyest avkastning i perioden før investeringstidspunktet. Faktorene har derfor fått mye oppmerksomhet, også i praktisk forvaltning.

Historisk meravkastning gir ikke i seg selv grunnlag for å vente meravkastning i framtiden. Resultatene bør kunne underbygges med teoretiske modeller. Den akademiske litteraturen om systematiske risikopremier viser imidlertid ikke noen enighet om hva faktorene skyldes og hvorfor de har gitt meravkastning, jf. boks 2.1 og kapittel 6 i del II av denne meldingen.

2.2.2 Råd og anbefalinger

Arbeidet med systematiske risikofaktorer i SPU er langsiktig. Departementet har tidligere mottatt flere råd og anbefalinger om slike risikofaktorer.

Råd fra eksterne eksperter

Professorene Ang, Goetzmann og Schaefer vurderte i 2009 den aktive forvaltningen i SPU. De fant at den aktive forvaltningen hadde bidratt med signifikant meravkastning fram til 2007, men at

Tabell 2.1 Velkjente risikofaktorer i aksjemarkedene

Risikofaktor	Definisjon
Verdi	Aksjer i selskaper med lav verdsettelse (verdiaksjer) har hatt en annen og over tid høyere avkastning enn aksjer med høy verdsettelse. Verdsettelse måles ved markedsverdien til selskapets aksjer i forhold til fundamentale størrelser som selskapets bokførte egenkapital, overskudd, salg eller utbytte. Faktoren verdi beregnes som avkastningen av aksjer med lav verdsettelse minus avkastningen av aksjer med høy verdsettelse.
Størrelse	Aksjer i små selskaper har hatt en annen og over tid høyere avkastning enn aksjer i store selskaper. Størrelse måles med markedsverdien til selskapets aksjer. Faktoren størrelse beregnes som avkastningen av aksjer til små selskaper minus avkastningen av aksjer til store selskaper.
Momentum	Aksjer som nylig har hatt høy avkastning (aksjer med høyt momentum) har hatt en annen og over tid høyere avkastning enn aksjer som nylig har hatt lav avkastning. Faktoren momentum beregnes som avkastningen av aksjer med høyt momentum minus avkastningen av aksjer med lavt momentum.
Likviditet	Aksjer som ikke er like enkle å omsette (aksjer med lav likviditet) har hatt en annen og over tid høyere avkastning enn aksjer som er enklere å omsette. Dette gjelder særlig når aksjens omsettelighet faller i perioder med markedsuro eller når omsetteligheten i hele aksjemarkedet faller. Likviditet er vanskelig å måle presist, og derfor brukes mange ulike mål. Faktoren likviditet beregnes som avkastningen av aksjer som er vurdert å ha lav likviditet minus avkastningen av aksjer som er vurdert å ha høy likviditet. Se også boks 2.3.
Lav volatilitet	Aksjer med små kurssvingninger (aksjer med lav volatilitet) har hatt en annen og over tid høyere risikojustert avkastning enn aksjer med store kurssvingninger. Med risikojustert avkastning menes avkastning per enhet risiko, og da særlig markedsrisiko. Kurssvingninger måles med standardavviket til aksjekursen. Faktoren lav volatilitet beregnes som avkastningen av aksjer med lav volatilitet minus avkastningen av aksjer med høy volatilitet.

Kilde: Finansdepartementet.

det var betydelig mindreavkastning under finanskrisen i 2008, jf. omtale i Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009. Professorene pekte på at en stor del av resultatene i den aktive forvaltningen, både før og under finanskrisen, kunne forklares ved hjelp av systematiske risikofaktorer.

Ang, Goetzmann og Schaefer framhevet at de fant det hensiktsmessig at fondets investeringer vris i retning av systematiske faktorer, ettersom faktorene kan knyttes til risikopremier som en langsiktig og tålmodig investor kan søke å høste over tid. De argumenterte i sin rapport for at en vridning av investeringene mot systematiske risikofaktorer bør gjøres bevisst som en del av fondets investeringsstrategi. Professorene pekte i sin rapport på at dersom fondets utsatthet for systematiske risikofaktorer hadde vært kommunisert, og en hadde hatt kjennskap til muligheten for lav avkastning som følge av disse faktorene, ville fon-

dets tap under finanskrisen i 2008 ikke ha vært overraskende.

Strategirådet for SPU skrev i 2010 en rapport med anbefalinger om videre utvikling av fondets investeringsstrategi. Rådet argumenterte der for at sammensetningen av fondets investeringer burde vris i retning av faktorene likviditet og verdi, jf. omtale i Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010. Rådet pekte på at en slik vridning av investeringene passer sammen med de langsiktige målene for fondet.

Om investeringsstrategier som er rettet inn mot faktoren verdi, skrev rådet at strategiene er tålmodige og bidrar med likviditet og stabilitet til markedet. Verdiaksjer har typisk vært gjennom en periode med prisnedganger og avtagende interesse fra investorene. Det gjør verdistrategier mer naturlige for investorer med en lang tidshorisont.

Strategirådet slo i sin rapport fast at behovet for likviditet i fondet er svært begrenset. Det er

Boks 2.1 Grunnlaget for risikofaktorene

Det finnes en omfattende forskning om grunnlaget for systematiske risikofaktorer. Noen viktige punkter fra forskningen er:

- Systematiske risikofaktorer er viktige for å forklare forskjellen i avkastningen mellom ulike aksjer. Liknende mønstre er avdekket i en rekke ulike markeder og tidsperioder. De fleste mønstrene har allerede vært kjent i mer enn tjue år. Systematiske risikofaktorer er derfor veletablerte og robuste historiske fenomener.
- Over tid har en vridning av investeringene i retning av systematiske risikofaktorer gitt høyere avkastning enn en markedsverdivektet portefølje. Et sentralt spørsmål er hvorvidt en også kan forvente slik meravkastning framover.
- Faktorene beskriver svært ulike fenomener. Det finnes ikke noen enhetlig økonomisk modell som kan forklare alle faktorene samtidig. I stedet finnes det flere ulike typer forklaringsmodeller.
- Risikobaserte forklaringsmodeller er basert på at meravkastning er kompensasjon for økt risiko. Denne typen forklaring ser ut til å kunne passe for flere av de nevnte faktorene, herunder verdi og likviditet, men ikke for alle. Særlig har det vist seg vanskelig å finne gode risikobaserte forklaringer for faktorene momentum og lav volatilitet.
- Adferdsbaserte modeller tar utgangspunkt i psykologiske studier om hvordan mennesker treffer beslutninger og håndterer informasjon. De viser blant annet at mennesker har en tendens til å feilberegne sannsynligheter, at de ikke alltid tolker informasjon rasjonelt og at de bruker tid på å endre mening. Dette trekkes

ofte fram som forklaringer på faktorer som både verdi og momentum.

- Modeller basert på institusjonelle forhold legger til grunn at kapitalforvaltere ikke fullt ut opptrer i tråd med kapitaleiernes interesser. Det kan skyldes uheldige insentiver i investeringsmandatet og kan ha som konsekvens at forvalter blir mer kortsiktig eller tar på seg unødig risiko. Slike forklaringer synes blant annet viktige for å forstå faktoren lav volatilitet.
- Generelt er det liten grad av enighet i litteraturen om hva faktorene skyldes og hvorvidt de vil gi meravkastning i framtiden. Risikofaktorer er fortsatt et svært aktivt felt både blant forskere og praktikere.

Verdens kapitalmarkeder kjennetegnes av stor konkurranse om å oppnå høyest mulig avkastning. Det er derfor liten grunn til å tro at en eventuell meravkastning fra risikofaktorer er enkel å utnytte for en gjennomsnittlig investor. Noen investorer kan imidlertid ha særtrekk eller egenskaper som gjør dem mer egnet til å utnytte ulike risikofaktorer enn andre.

Et eksempel på en egenskap som kan gjøre investorer egnet til å utnytte systematiske risikofaktorer, er en lang tidshorison for investeringene. Strategier som utnytter slike faktorer, kan gi lange perioder med mindreaktning. Mange profesjonelle forvaltere ville da risikere innløsning og avvikling og velger derfor å avstå fra strategien. Langsiktige investorer vil derimot kunne holde fast ved strategien og tjene en eventuell meravkastning over tid.

Kapittel 6 i del II av denne meldingen gjør nærmere rede for den akademiske litteraturen om systematiske risikofaktorer.

lite sannsynlig at staten som fondets eier vil trenge å ta ut store beløp over en kort tidsperiode. Det gir fondet et naturlig fortrinn i å utnytte at mindre likvide investeringer kan ha høyere forventet avkastning. I 2011 avholdt departementet i samarbeid med Strategirådet et internasjonalt seminar om fondets investeringsstrategi. Ett av temaene var hvordan fondet kunne utnytte slike likviditetspremier. Konklusjonene fra seminaret er nærmere omtalt i Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011.

Råd fra Norges Bank

Norges Bank har gitt flere råd om systematiske risikofaktorer de senere årene.

I brev til Finansdepartementet 23. desember 2009 argumenterer banken for at systematiske risikofaktorer må ses i sammenheng med de øvrige delene av bankens aktive forvaltning. Banken skriver:

«Aktiv forvaltning vil eksponere fondet mot systematiske risikofaktorer i større eller mindre grad. Forvaltningen og styringen av systematiske risiko må derfor være en del av vårt forvaltningsoppdrag. Enkelte systematiske risikofaktorer vil kunne gi store utslag i avkastningen på kort sikt. Det er viktig at en strategi som tar sikte på å utnytte systematisk risiko er godt kommunisert, forstått og forankret i styringsstrukturen. På lang sikt vil det trolig være en kostnad for fondet hvis vi ikke utnytter slike muligheter. Denne typen strategier kan bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Norges Bank må derfor ha en aktiv tilnærming til systematisk risiko.»

I brev til Finansdepartementet 6. juli 2010 peker Norges Bank på at det må utøves skjønn i utformingen av strategier rettet inn mot å utnytte systematiske risikofaktorer. Bankens syn er at dette skjønnet bør være en del av den operative forvaltningen. Banken skriver:

«Det finnes ikke allment aksepterte definisjoner eller måter å konstruere risikofaktorer på. Det finnes heller ikke ett svar på hva en optimal sammensetting av denne typen dynamiske faktorer vil være. En tilnærming hvor eier forsøker å fastsette en referanseportefølje som gjenspeiler alle dimensjoner av risiko fondet burde være eksponert mot, vil i stor grad måtte baseres på skjønn. Dette skjønnet bør være en del av den operative forvaltningen. Finansdepartementet bør unngå å introdusere systematiske risikofaktorer i referanseporteføljene som svekker hensynet til transparens og etterprøvbarehet eller som øker transaksjonsvolumet eller ikke er praktisk investerbare.»

Norges Bank har i egne analysenotater sett på betydningen av velkjente risikofaktorer i aksjemarkedet og på alternative vektingsprinsipper til markedsverdivekter.¹ Analysene viser blant annet at det finnes flere ulike måter å utnytte systematiske risikofaktorer på, at det er vanskelig å isolere hver enkelt risikofaktor i forvaltningen og at alternative vektingsprinsipper til markedsverdivekter ofte innebærer en vridning i retning av systematiske risikofaktorer. Notatene er tilgjengelige på bankens nettsider (www.nbim.no).

I brev til Finansdepartementet 2. februar 2012 anbefaler Norges Bank at systematiske risikofak-

torer utnyttes i forvaltningen av SPU. Banken skriver:

«En global markedsvektet referanseindeks vil ikke nødvendigvis gi det beste forholdet mellom risiko og avkastning for et fond som SPU. Investeringsstrategien bør derfor utformes slik at fondet dynamisk kan høste risikopremier, og porteføljen kan konstrueres på måter som bygger på våre naturlige fortrinn.»

Om fondets fortrinn skriver banken:

«Det er kombinasjonen av lang tidshorison, ingen løpende likviditetsbehov og en tålmodig eier som innebærer at fondet kan være spesielt godt egnet til å påta seg særskilte typer risiko. Dette vil fremfor alt være tilfellet i perioder hvor usikkerheten om fremtidig avkastning er høy.»

Banken mener at utnyttelse av systematiske risikofaktorer best gjøres som en del av den operative forvaltningen, snarere enn gjennom en endring i fondets referanseindeks. Banken skriver:

«Norges Bank mener at den strategiske referanseindeksen ikke bør justeres for å ta hensyn til systematiske risikopremier for aksjer.»

Om referanseindeksen skriver banken:

«Den strategiske referanseindeksen bør være en langsiktig, objektiv målestokk for den operative forvaltningen og må ta utgangspunkt i en ledende, lett tilgjengelig markedsvektet indeks.»

Norges Bank innførte i 2012 en operativ referanseportefølje for aksjer. Dette er et verktøy banken benytter i forvaltningen av fondet for å tilpasse investeringene bedre til fondets formål og særtrekk. Ved hjelp av den operative referanseporteføljen kan banken endre sammensetningen av porteføljen for å ta hensyn til systematiske risikofaktorer. Siktemålet med tilpasningene er å oppnå et bedre forhold mellom forventet avkastning og risiko.

I årsrapporten om forvaltningen av SPU i 2012 gjør banken nærmere rede for hvordan den operative referanseporteføljen for aksjer er utformet og fungerer. Om systematiske risikofaktorer skriver Norges Bank:

«NBIM kan benytte alternative vektingsprinsipper og prinsipper for porteføljekonstruksjon for å oppnå eksponering mot systematiske risikofaktorer.

¹ Se notatene «Oppfangning av systematiske risikopremier» og «Alternativer til en markedsverdivektet indeks».

Boks 2.2 Investierbarhet

Størrelse på en aksjeportefølje er avgjørende for hvordan en i praksis kan sette sammen porteføljen. En sammensetning basert på *markedsverdier* innebærer like store eierandeler i hvert selskap. Dette gir i utgangspunktet små behov for kjøp og salg i porteføljen og legger godt til rette for lave forvaltningskostnader. Prinsippet om markedsverdivekter som ligger til grunn for SPUs referanseindeks for aksjer, gir høy investierbarhet. Det er ganske enkelt å investere i henhold til denne indeksen selv for et stort fond som SPU.

Porteføljesammensetninger som avviker fra markedsverdivekter, har lavere investierbarhet. Dersom sammensetningen av SPUs aksjeportefølje vris i retning av systematiske risikofaktorer vil det blant annet medføre følgende utfordringer:

- *Høye eierandeler i enkeltelskaper.* Mens markedsverdivekter innebærer like store eierandeler i hvert aksjeselskap, innebærer en vridning mot risikofaktorer at eierandelene skal være høyere i noen selskaper og lavere i andre. Fondets størrelse gjør at eierandelene i enkeltelskaper lett kan bli svært høye.
- *Stort omfang av handler ved rebalansering.* I motsetning til markedsverdivekter innebærer en vridning mot risikofaktorer at en ikke vil ha faste eierandeler i et selskap over tid. Når strategiene tilsier at eierandelene endres (rebalansering) skal en kjøpe aksjer i noen selskaper og selge i andre. Fondets størrelse innebærer at handelen i mange enkeltaksjer lett kan bli svært stor.

Fondets særtrekk innebærer at vi kan gjøre andre vurderinger av investeringer med lang investeringshorisont enn en typisk investor. Vi vurderer også om og i hvilken grad porteføljenes eksponering mot ulike risikofaktorer skal endres over tid. Ønsket eksponering mot systematiske risikofaktorer kan oppnås på forskjellige måter, og forventet avkastning og risikoegenskaper kan variere betydelig avhengig av metodevalg. Tilpasningen av de operative referanseporteføljene med sikte på å høste systematiske risikopremier er en integrert del av NBIMs forvaltningsoppdrag.

Så langt har vi introdusert eksponering mot to slike risikofaktorer i den operative referanseporteføljen for aksjer: verdifaktoren og størrelsesfaktoren.»

Norges Bank publiserte høsten 2012 to diskusjonsnotater om grunnlaget for faktorene verdi og størrelse.² Notatene er tilgjengelige på bankens internettsider (www.nbim.no).

2.2.3 Analyser av avkastning og risiko

Et sentralt spørsmål er hvordan avkastning og risiko vil kunne påvirkes dersom sammensetningen av SPUs aksjeportefølje vris i retning av risi-

kofaktorene verdi, størrelse, momentum, likviditet eller volatilitet.

Det finnes en omfattende forskning om egenskapene til systematiske risikofaktorer. Akademiske studier tar imidlertid sjelden hensyn til om resultatene fra studiene kan gjennomføres i praktisk kapitalforvaltning. Spørsmål om investierbarhet er av avgjørende betydning for store fond som SPU.

På oppdrag fra departementet har analyseselskapet og indeksleverandøren MSCI regnet på virkningene av å vri sammensetningen av store aksjeporteføljer i retning av systematiske risikofaktorer. Oppdraget gikk ut på å analysere enkle regelbaserte faktorstrategier, med vekt på risiko, avkastning og investierbarhet. Enkle regelbaserte strategier gir et godt utgangspunkt for å analysere virkningene av å utnytte systematiske risikofaktorer i forvaltningen av SPU. Formålet med analysen er å legge et grunnlag for departementets vurderinger og videre utvikling av fondets investeringsstrategi. MSCI har ikke gitt råd om hvorvidt eller hvordan en skal utnytte systematiske risikofaktorer i forvaltningen av fondet. MSCIs arbeid er sammenfattet i en rapport som er tilgjengelig på departementets internettsider (www.regjeringen.no/spf).

MSCIs rapport viser at størrelsen på en aksjeportefølje begrenser hvor mye sammensetningen av porteføljen kan vris fra markedsverdivekter i retning av systematiske risikofaktorer. Når sammensetningen av porteføljen endres, kan eierandelene i enkeltelskaper bli høye, og omfanget av

² Se notatene «Verdieffekten» og «Størrelseseffekten av bedrifter».

Tabell 2.2 Historiske nøkkeltall for faktorindekser i perioden 1992–2012

	Individuelle faktorindekser					Kombina- sjonsindeks
	Markeds- verdivektet	Verdi	Størrelse	Lav volatilitet	Momentum	
Årlig bruttoavkastning (pst.)	7,2	8,4	7,9	8,2	8,1	8,1
Årlig standardavvik (pst.)	15,5	16,1	15,7	13,2	15,8	14,9
Avkastning delt på standardavvik	0,47	0,51	0,50	0,62	0,51	0,55
Sharpe-rate	0,23	0,29	0,27	0,34	0,28	0,30
Årlig relativ volatilitet (pst.)		3,2	2,6	3,4	3,6	2,2
Informasjonsrate		0,32	0,25	0,27	0,22	0,41
Høyeste antall etterfølgende år med mindreavkastning i perioden		3	6	2	2	3
Gjennomsnittlig antall handledager ved rebalanseringer	3,1	4,7	5,5	5,0	11,1	3,1
Gjennomsnittlig årlig omsetning (pst.)	4,3	18,6	12,4	12,5	41,0	12,0
Årlig handlekostnad som andel av total- kapital, forutsatt en kostnad på 0,5 pst. ved hver handel (basispunkter)	4,3	18,6	12,4	12,5	41,0	12,0

Tabellen forutsetter en portefølje på 100 mrd. amerikanske dollar investert i store og mellomstore børsnoterte selskaper i verdens utviklede aksjemarkeder. Alle indeksene er beregnet i amerikanske dollar.

Kilde: MSCI.

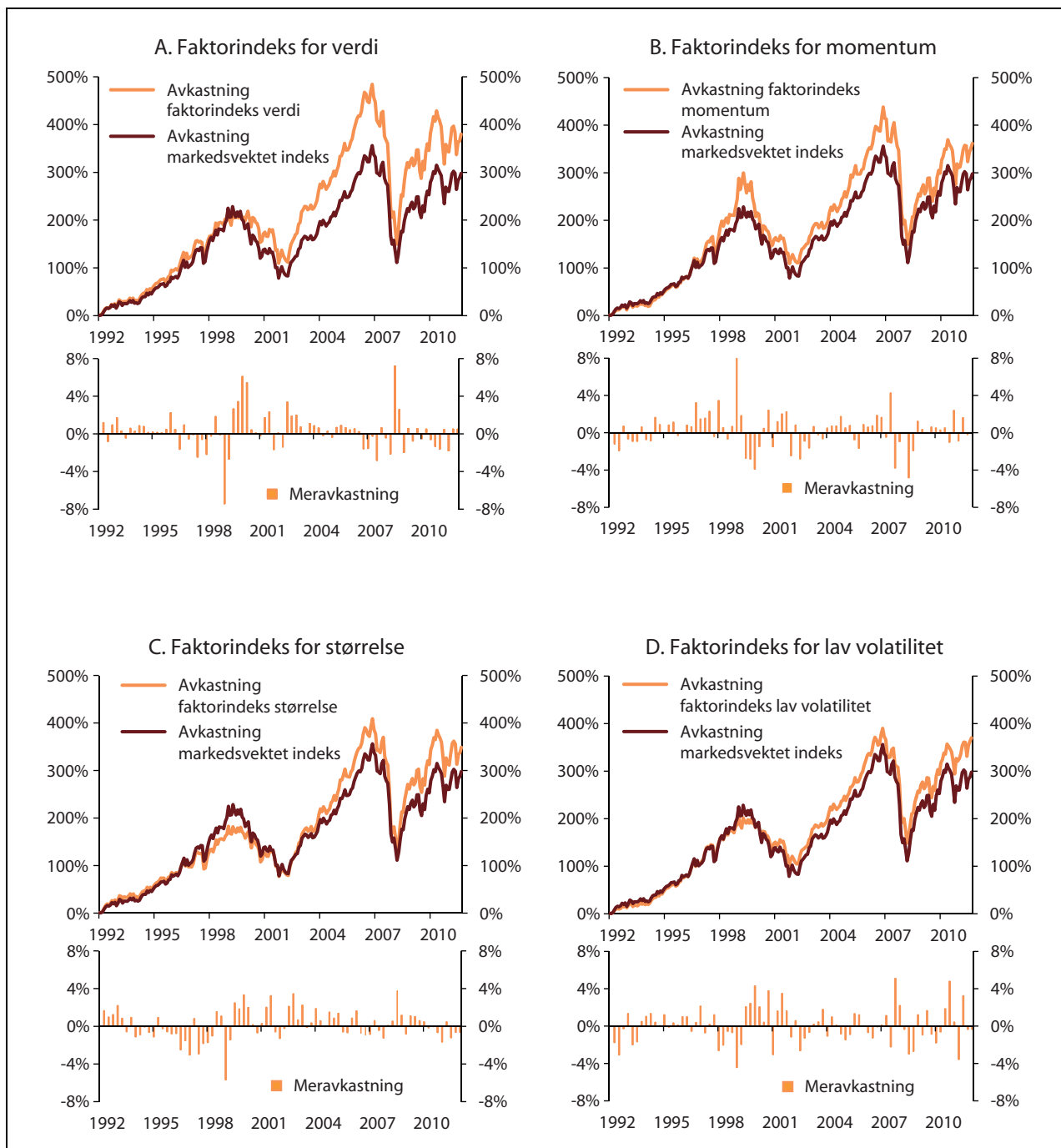
handler ved rebalansering bli stort, jf. boks 2.2. MSCI viser at mange vektingsprinsipper som er populære blant mindre investorer, ikke lar seg gjennomføre for aksjeporteføljer på størrelse med den SPU har. Dette omfatter blant annet likevektede porteføljer og porteføljer vektet for å oppnå lavest mulig volatilitet.

Det er ganske enkelt å investere i henhold til en indeks som er vektet etter markedsverdier, selv for et stort fond som SPU. På dette grunnlaget har MSCI beregnet alternative indekser der en tar utgangspunkt i markedsverdivekter, men så vrir sammensetningen forsiktig i retning av en systematisk risikofaktor. Dette kalles i rapporten for en faktorindeks. En faktorindeks vil ha høyere andeler i aksjer som bærer faktorens særtrekk. For eksempel vil en faktorindeks for størrelse ha høyere andeler i selskaper med lav markedsverdi, og lavere andeler i selskaper med høy markedsverdi, sammenliknet med en markedsverdivektet indeks. Tilnærmingen innebærer at en beholder alle aksjene som inngår i en markedsverdivektet indeks, men at vekten på hver aksje justeres noe.

MSCI viser at denne brede tilnærmingen er fordelaktig for store porteføljer ettersom investerbarheten økes betydelig sammenliknet med mer ren dyrkede alternativer. Faktorindeksene er beregnet for store og mellomstore børsnoterte selskaper i verdens utviklede markeder i perioden 1992–2012.

MSCIs beregninger tyder på at det kan være mulig å vri sammensetningen av SPUs aksjeportefølje i retning av systematiske risikofaktorer i et visst omfang. Som en beregningsteknisk forutsetning har MSCI studert faktorindekser for porteføljer på 100 mrd. amerikanske dollar. Dette tilsvarer om lag 600 mrd. kroner, eller om lag en fjerdedel av dagens aksjeportefølje i SPU. Resultatene tyder på at i dette omfanget bør det være mulig å vri sammensetningen i retning av faktorene verdi, størrelse og lav volatilitet. For faktoren momentum vil omfanget være vesentlig mer begrenset.

Beregningene viser at den samlede risikoen i faktorindeksene i store trekk er på linje med risikoen i en markedsverdivektet indeks, jf. tabell 2.2. Utviklingen i faktorindeksene domi-



Figur 2.3 Akkumulert totalavkastning og periodevis meravkastning fra faktorindekser i perioden 1992–2012. Prosent

Kilder: MSCI og Finansdepartementet.

neres av svingningene i det brede aksjemarkedet. Det er imidlertid en betydelig risiko for at en faktorindeks gjør det enten bedre eller dårligere enn en markedsverdivektet indeks. Disse avkastningsforskjellene varierer betydelig fra år til år og fra kvartal til kvartal. I litt over halvparten av periodene har faktorindeksene gitt meravkastning, men i de øvrige periodene har de

gitt mindreavkastning. MSCI understreker i sin rapport at vridning mot systematiske risikofaktorer kan gi perioder på flere år med sammenhengende mindreavkastning. For eksempel var 1990-tallet gjennomgående en svak periode for aksjer i mindre selskaper.

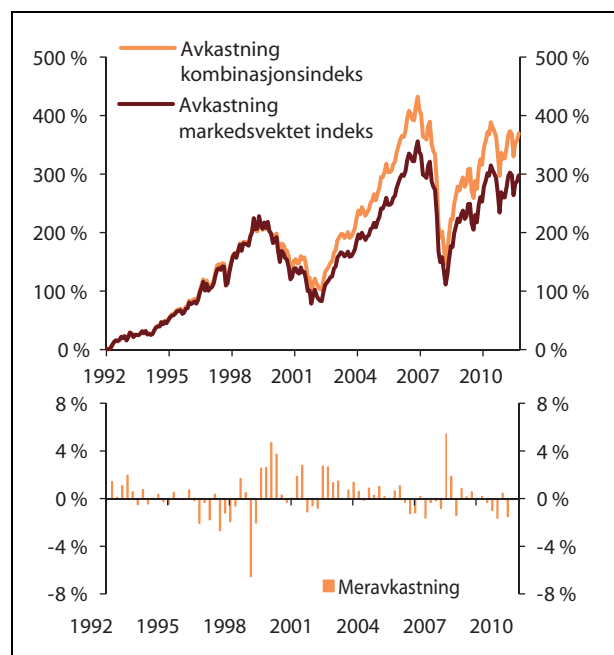
Avkastningsbidraget fra risikofaktorene avhenger av den økonomiske og finansielle utvik-

lingen og av faktorenes egenskaper, jf. figur 2.3. Viktige observasjoner er blant annet at:

- En vridning mot faktoren verdi innebærer økt vekt på selskaper med lav verdsettelse. Lavere verdsettelse kan skyldes at slike selskaper er mer utsatt for nedgangstider enn andre selskaper. Under finanskrisen i årene 2008–2009 ville vridning mot faktoren verdi bidratt til å forsterke tapene i en aksjeportefølje.
- Vridning mot faktoren verdi kan imidlertid også beskytte investeringene mot en mulig overprising av enkeltaksjer eller sektorer, slik som under den såkalte teknologi-boblen rundt årtusenskiftet.
- Vridning mot faktoren lav volatilitet innebærer økt vekt på selskaper med mindre kurssvingninger. Erfaringsmessig er verdien av slike selskaper også mindre utsatt for svingningene i det brede aksjemarkedet. Vridning mot lav volatilitet har derfor gjennomgående dempet svingningene i en aksjeportefølje.
- En må regne med at vridning mot lav volatilitet vil kunne gi mindreavkastning i perioder med god avkastning i det brede aksjemarkedet. Et eksempel på en slik periode er gjeninnhentingen etter finanskrisen fra høsten 2008.
- Vridning mot faktoren momentum innebærer økt vekt på selskaper som nylig har hatt høy avkastning, og redusert vekt på selskaper med lav avkastning. En slik vekting kan bidra til å forsterke kraftige opp- og nedganger, som for eksempel med teknologiaksjer i årene 1999–2000.
- Vridning mot momentum vil være gunstig når trender opprettholdes, men ugunstig når trender snur. Historisk har avkastningsbidraget fra faktoren momentum ofte svingt mer i urolige tider, som gjerne kommer sammen med store endringer i økonomien eller i de finansielle markedene.

MSCIs analyse viser at det er fordeler ved å kombinere vridning mot flere systematiske risikofaktorer samtidig. Mønstrene fra hver faktor jevnes ut, jf. figur 2.4 og tabell 2.2. I den perioden MSCI har analysert, ville en kombinasjon av risikofaktorer gi et jevnere bidrag til porteføljens avkastning. Periodene med sammenhengende mindreavkastning var færre og kortere for kombinasjonen av flere faktorer enn for hver enkelt faktor isolert sett. MSCI peker også på at det blir lettere å investere når en vrir sammensetningen av porteføljen mot flere faktorer samtidig.

MSCI viser at avkastningsbidraget fra faktorindeksene i store trekk likner på den avkastningen

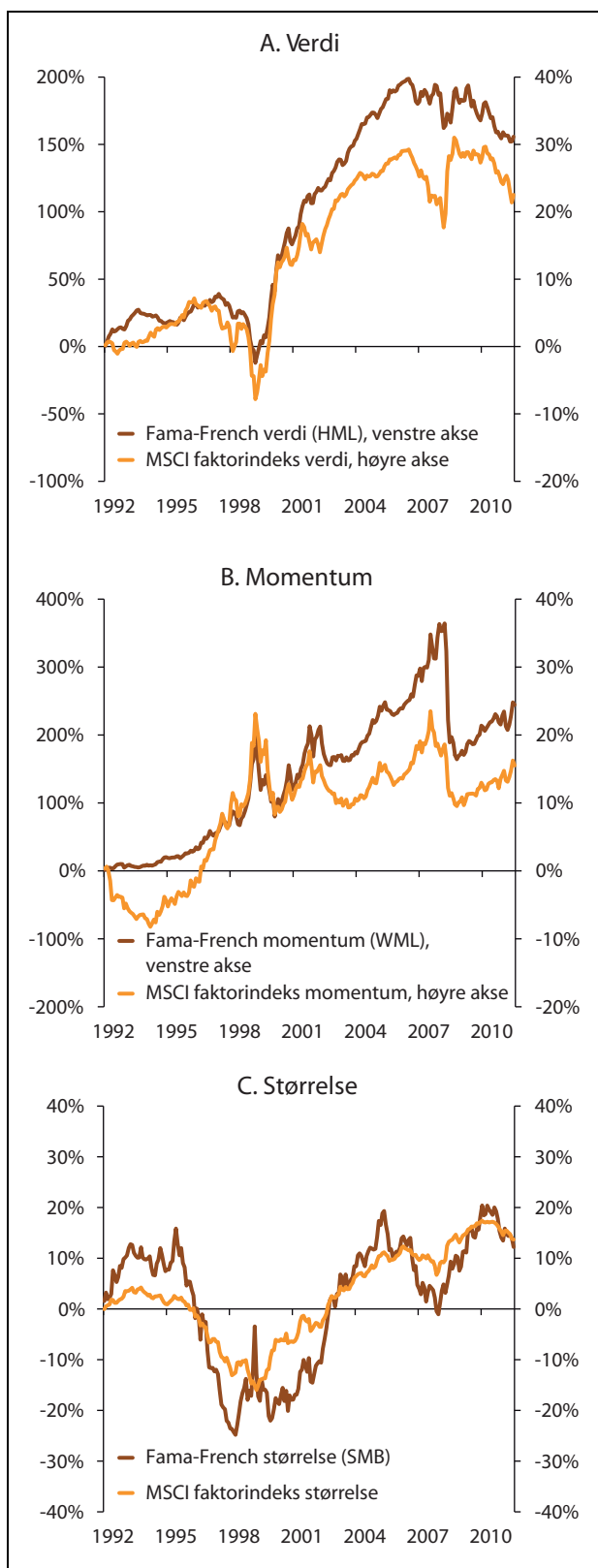


Figur 2.4 Akkumulert totalavkastning og periodevis meravkastning fra en kombinasjon av faktorindeks for verdi, størrelse og lav volatilitet i perioden 1992–2012. Prosent

Kilder: MSCI og Finansdepartementet.

som er beskrevet i ledende akademiske studier av systematiske risikofaktorer, jf. figur 2.5. Størrelsen på dette bidraget er imidlertid vesentlig mindre i faktorindeksene enn i de akademiske studiene. MSCI peker på at kravet til investerbarhet begrenser omfanget av mulig meravkastning fra systematiske risikofaktorer for store porteføljer.

MSCIs beregninger viser at faktorindeksene har gitt høyere brutto avkastning (avkastning før fradrag for kostnader) enn en markedsverdivektet indeks i perioden 1992–2012 samlet sett, jf. tabell 2.2. Ettersom risikonivået i faktorindeksene i store trekk er på linje med en markedsverdivektet indeks, indikerer beregningene at en vridning mot systematiske risikofaktorer i perioden ville gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko. MSCI understreker at alle beregningene i rapporten er basert på historiske data og dermed ikke nødvendigvis gir gode indikasjoner på framtidig forventet avkastning fra systematiske risikofaktorer. De understreker også at beregningene ikke tar høyde for hva det faktisk ville kostet å gjennomføre investeringene i tråd med de beregnede indeksene. Videre er det betydelig forskjell mellom første og andre halvdel av den perioden de studerer. For faktorene verdi, momentum og lav volatilitet kom mesteparten av meravkastningen i



Figur 2.5 Akkumulert meravkastning fra vridning mot systematiske risikofaktorer i perioden 1992–2012. Prosent

Kilder: MSCI, Kenneth Frenchs nettside og Finansdepartementet.

første halvdel, mens for aksjer i mindre selskaper var utviklingen motsatt.

Rapporten fra MSCI legger spesiell vekt på investerbarhet. Investerbarhet henger nært sammen med forvaltningskostnader. En vridning mot systematiske risikofaktorer innebærer økt omfang av aksjehandler i porteføljen (økt omsetning) sammenliknet med en markedsverdivektet portefølje, jf. tabell 2.2. Når en handler aksjer påløper ulike transaksjonskostnader, slik som gebyrer til meglere eller elektroniske handelsplasser. For et stort fond vil imidlertid en vridning mot systematiske risikofaktorer lett innebære at handelen i enkeltaksjer blir stor, jf. boks 2.2. Det betyr at det i tillegg til ordinære transaksjonskostnader vil kunne påløpe kostnader som følge av at handlene påvirker hvilken pris en får kjøpt eller solgt aksjene til, såkalt markedspåvirkning. MSCI understreker at deres rapport ikke gir grunnlag for å vite hvor store slike kostnader kan bli, men at de kan bli betydelige for store porteføljer. MSCI peker på at det er få fond som har endret sammensetningen av sine aksjeporteføljer i et slikt omfang som omhandles i rapporten.

MSCIs rapport inneholder ingen egen analyse av handlekostnader. Som en beregningsteknisk forutsetning har MSCI sett på kostnader på 0,5 pst. (50 basispunkter) per handel. Basert på dette anslaget kommer MSCI fram til at økningen i de samlede handlekostnadene ville vært til dels betydelige for noen faktorindekser, jf. tabell 2.2. Den beregnede kostnadsøkningen er likevel mindre enn den samlede brutto meravkastningen i faktorindeksene i den perioden MSCI har sett på.

Faktorindeksene som MSCI har beregnet er enkle og regelbaserte. De er ikke utviklet for å gi høyest mulig investerbarhet. I rapporten peker MSCI på muligheten for å øke investerbarheten ytterligere. For eksempel kan en begrense høye eierandeler i enkeltelskaper og redusere eller jevne ut omfanget av handler ved rebalansering. MSCI peker på at slike tilpasninger vil kunne være svært betydningsfulle for store porteføljer, men at det kreves skreddersøm. MSCI framhever at det å finne fram til de mest egnede tilpasningene vil være en krevende oppgave. Hvilke tilpasninger som er mest egnet, vil også kunne endres over tid.

MSCIs arbeid tar i liten grad for seg faktoren likviditet, men Finansdepartementet har bedt professorene de Jong og Driessen om å lage en rapport om virkningene av å vri investeringene mot faktoren likviditet, både i noterte markeder for aksjer og obligasjoner og i unoterte markeder, jf. boks 2.3. Rapportens vurderinger er basert på en

Boks 2.3 Likviditet

Et verdipapir eller et aktivum sies å være likvid eller lett omsettelig dersom kjøp og salg av store ordre kan skje raskt til en lav transaksjonskostnad uten at prisen flytter seg nevneverdig som følge av transaksjonene. Hvordan prisene påvirkes av endringer i likviditet kan være en egen-skap ved en aktivaklasse eller et marked.

Forskjeller i hvor lett det er å kjøpe eller selge verdipapirer gjenspeiler hvor lett det er å finne en motpart å handle med. Det er rimelig å forvente at en får betalt for å tilby likviditet fordi det gjør det mulig for andre å gjennomføre en ønsket transaksjon. Denne betalingen kalles her en likviditetspremie.

En strategi som går ut på å tilby likviditet vil innebære risiko. Historiske tall viser at likviditeten til risikable verdipapirer samvarierer over tid. Forskjeller i likviditet kan derfor gi opphav til en risikopremie i tillegg til en likviditetspremie. En likviditetspremie uttrykker forskjeller i forventet avkastning som følge av forskjeller i omsettelighet mellom enkeltaktiva. En risikopremie for likviditet uttrykker forskjeller i forventet avkastning som følge av at likviditeten til enkelt aktiva reagerer ulikt på markedsuro og endringer i samlet likviditet i markedet.

I forskningslitteraturen skiller en mellom fire strategier for å tjene penger på likviditets- og likviditetsrisikopremier. Strategiene forutsetter at investorene er langsiktige og ikke blir tvunget til å selge verdipapirer når markedsprisene faller:

- Strategier som varierer med markedsnivå, dvs. å kjøpe aktiva som har en høy likviditetspremie eller likviditetsrisikopremie når markedet faller.
- Investere passivt i en lite likvid aktivaklasse, for eksempel i unotert eiendom.
- Velge ut lite likvide verdipapirer innen en aktivaklasse, for eksempel de minst likvide selskapene som omsettes på en børs.
- Operere som såkalt «market maker», for eksempel ved å tilby likviditet for større eierposter i aksjer eller obligasjoner.

Departementet har innhentet en rapport fra professorene Frank de Jong og Joost Driessen ved

Tilburg University i Nederland for å vurdere SPUs muligheter for å høste likviditetspremier. De Jong og Driessen baserer sine råd på tilgjengelig forskningslitteratur. De viktigste konklusjonene i rapporten er:

- Det er begrensede muligheter for å tjene penger på likviditetspremier i de noterte aksjemarkedene. Muligheten for å høste likviditetsrisikopremier er noe større, men størrelsen på premien varierer en god del mellom ulike studier.
- Det synes å være bedre muligheter for å tjene på likviditetspremier i markedet for selskapsobligasjoner. Likviditetspremiene er imidlertid størst i de segmentene av markedet som har høyest kredittrisiko og lavest likviditet. I begge disse segmentene er transaksjonskostnadene høye. Aktive strategier for å høste likviditetspremier kan derfor være krevende å gjennomføre for et stort fond som SPU. En passiv strategi der en overveker markedssegmenter med høy kredittrisiko og lav likviditet i SPUs obligasjonsportefølje, kan vurderes. Det synes ikke å være betydelige likviditetsrisikopremier i markedet for selskapsobligasjoner.
- Det synes også å være mulig å høste likviditetspremier i markedene for statsgaranterte obligasjoner og inflasjonsbeskyttede obligasjoner. I disse markedene vil SPUs størrelse være mindre utfordrende.
- Det finnes ikke pålitelige tall som kan legges til grunn for anbefalinger for unoterte markeder.
- Når det gjelder lønnsomheten av og risikoen til tidsvarierende likviditetsstrategier finnes det heller ikke noen forskningslitteratur som gir grunnlag for anbefalinger.

Rapporten fra de Jong og Driessen vil inngå i departementets videre arbeid med å vurdere betydningen av likviditet for investeringene i SPU.

Rapporten er tilgjengelig på departementets internettsider (www.regjeringen.no/spf).

gjennomgang av relevant forskningslitteratur. Det skilles mellom premier for å investere i aktiva som ikke er lette å omsette (likviditetspremier) og risikopremier for å investere i aktiva som blir vanskeligere å omsette under markedsuro og fall i samlet likviditet enn andre aktiva. For markedet for noterte aksjer konkluderer rapporten med at det er begrenset støtte for å hevde at det er likviditetspremier av betydning. De Jong og Driessen mener derimot at det er et visst potensial for fondet i å utnytte likviditetspremier i obligasjonsmarkedet, og at det generelt kan være et noe større potensial for å utnytte risikopremier for likviditet mer generelt.

2.2.4 Departementets vurderinger

Departementet har med utgangspunkt i tidligere råd og anbefalinger vurdert grunnlaget for å vri sammensetningen av fondets aksjeinvesteringer i retning av ulike systematiske risikofaktorer som verdi, størrelse, momentum, likviditet og lav volatilitet. Departementet har særlig vurdert hvorvidt fondets referanseindeks for aksjer bør justeres for slike faktorer. Vurderingene bygger blant annet på analyser av hvordan en vridning av sammensetningen av aksjeporteføljen mot slike faktorer vil kunne påvirke forventet avkastning og risiko, og hvilke begrensninger og utfordringer som følger av fondets store størrelse.

Analysene som MSCI har gjennomført tyder på at det er mulig å vri sammensetningen av SPU's aksjeportefølje i retning av systematiske risikofaktorer i et visst omfang. Investeringsstrategier som er rettet inn mot å utnytte systematiske risikofaktorer kan derfor bli betydningsfulle i fondet. Samtidig viser analysene at det er en rekke begrensninger for svært store porteføljer. Fondets aksjeportefølje er allerede om lag fire ganger så stor som de porteføljene MSCI har regnet på, og ventes å vokse ytterligere i årene framover. Investerbarhet vil være en begrensende faktor for å utnytte slike strategier i aksjeporteføljen. Eventuelle strategier bør derfor utformes spesielt med hensyn på investerbarhet.

Begrensningene som følger av fondets størrelse innebærer at den samlede risikoen i aksjeporteføljen uansett vil være dominert av svingningene i det brede aksjemarkedet, akkurat som i dag. Dersom SPU's aksjeportefølje vris i retning av én eller flere systematiske risikofaktorer vil ikke totalrisikoen i fondet endres betydelig.

Vridning mot systematiske risikofaktorer innebærer samtidig en betydelig risiko for at avkastningen blir enten bedre eller dårligere enn avkast-

ningen av en markedsverdivektet indeks. Disse avkastningsforskjellene varierer fra år til år og fra kvartal til kvartal. En må være forberedt på at vridning mot systematiske risikofaktorer kan gi sammenhengende mindreavkastning i perioder på flere år. En må også være forberedt på at det kan forsterke tapene i fondets aksjeportefølje i perioder med store fall i aksjemarkedet, slik tilfellet var under finanskrisen i 2008.

Departementets vurdering er at SPU i utgangspunktet synes godt posisjonert for å tåle de ekstra svingningene som vridning mot systematiske risikofaktorer kan innebære. Dette skyldes at fondet investeres med en svært lang tidshorisont, og at fondets eier, staten, har små likviditetsbehov og en høy risikobærende evne.

Analyser av historiske data indikerer at en vridning av aksjeinvesteringene mot systematiske risikofaktorer ville gitt høyere avkastning uten en vesentlig endring i risikoen sammenliknet med en markedsverdivektet portefølje. Historisk meravkastning gir ikke i seg selv grunnlag for å vente meravkastning i framtiden. Resultatene bør kunne underbygges med teoretiske modeller. Departementet merker seg at det ikke finnes noen bred enighet om hva faktorene skyldes og hvorfor de skal gi opphav til forventet meravkastning. Det gjør vurderinger om framtidig avkastning usikre.

Analysene av risikofaktorene verdi, størrelse, momentum, likviditet og lav volatilitet er basert på historiske tall. Det er ikke sikkert at de samme faktorene vil forklare mønstre i avkastningen av aksjer framover. Forventningene til disse risikofaktorene kan ikke sammenliknes med forventningen om en risikopremie for svingninger i det brede aksjemarkedet, som har bred støtte i teoretiske modeller og er etterprøvd i mer enn hundre år med data.

Fondets størrelse medfører noen viktige utfordringer dersom en velger å vri porteføljen mot risikofaktorer. En slik utfordring er at eierandelene i enkeltelskaper lett kan bli høye og at handelen i enkeltaksjer lett kan bli stor. I tillegg til ordinære transaksjonskostnader vil det derfor kunne påløpe kostnader som følge av at handlende påvirker hvilken pris en får kjøpt aksjene til. Departementet merker seg at det er uklart hvor store kostnadene ved gjennomføring kan bli, og at en ikke er kjent med at andre store fond internasjonalt har endret sammensetningen av sine aksjeporteføljer i et omfang på størrelse med SPU. Departementet mener det taler for å gå gradvis fram.

Departementet er enig i Norges Banks vurdering av at vridning mot systematiske risikofaktorer i aksjeporteføljen best gjøres som en del av den

operative forvaltningen, snarere enn gjennom en endring i fondets referanseindeks. Oppbyggingen av strategier for å utnytte systematiske risikofaktorer må baseres på skjønn. Fondets størrelse gir dessuten et stort behov for å skreddersy strategiene med hensyn til investerbarhet. Å finne fram til de mest egnede tilpasningene vil være en krevende oppgave, og hvilke tilpasninger som er mest egnet vil kunne endre seg over tid. Finansdepartementets arbeid med den strategiske referanseindeksen for SPU er dermed ikke en prosess som er egnet for slike beslutninger. Endringer i referanseindeksen følger en beslutningsprosess som tar tid. Det gir en god forankring av de overordnede beslutningene som er viktigst for fondets samlede risiko. Samtidig er ikke prosessen egnet for beslutninger med stor grad av skjønnsmessig tilpasning og som krever kontinuerlig vedlikehold og endringer.

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

Departementet merker seg at Norges Bank arbeider med å utvikle og vurdere faktorstrategier. Arbeidet er i en tidlig fase. Norges Bank har valgt å innføre en operativ referanseportefølje for aksjer som blant annet innebærer en viss vridning mot risikofaktorene verdi og størrelse. Formålet med tilpasningene er å oppnå et bedre forhold mellom forventet avkastning og risiko.

Departementet legger vekt på at strategier for å utnytte systematiske risikofaktorer må være langsiktige og utformet slik at en evner å holde fast ved dem også i perioder der den forventede avkastningen uteblir. Det krever at risikoen i strategiene identifiseres, styres og kommuniseres på en god måte.

Arbeidet med systematiske risikofaktorer i SPU er langsiktig. Strategier for å utnytte slike faktorer vil måtte utvikles gradvis over mange år. Det er naturlig å komme tilbake til dette arbeidet i forbindelse med den planlagte gjennomgangen av Norges Banks forvaltning av SPU i 2014.

2.3 Referanseindeksen for obligasjoner

2.3.1 Innledning

I Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011 redegjorde departemen-

tet for en ny referanseindeks for obligasjoner. Den nye referanseindeksen er delt i en statsdel (70 pst.) og en selskapsdel (30 pst.) og tydeliggjør dermed rollene til de ulike delene av obligasjonsporteføljen. Statsdelens rolle er særlig å dempe den samlede risikoen i fondet. Referanseindeksen består av nominelle statsobligasjoner utstedt i 21 valutaer, inkludert framvoksende markeder, realrenteobligasjoner utstedt av stater i utviklede økonomier, samt obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner som den europeiske investeringsbanken og Verdensbanken. Hvert lands andel av indeksen for statsobligasjoner bestemmes av størrelsen på deres økonomi målt ved BNP.

Selskapsdelen av referanseindeksen forventes i større grad å bidra til fondets avkastning, blant annet på grunn av en forventet kompensasjon for kredittrisiko ved investeringer i slike obligasjoner, såkalt kredittpremie. Den inneholder både selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett. Obligasjoner med fortrinnsrett utstedes av banker med sikkerhet i en underliggende portefølje av banklån. I selskapsdelen vektet hver obligasjon med sin andel av markedsverdien til alle obligasjonene i denne delindeksen. Indeksen har sju godkjente valutaer.

Den nye referanseindeksen for obligasjoner er enklere enn den tidligere indeksen som følge av at flere delmarkeder er tatt ut. Etter råd fra Norges Bank har departementet vurdert om referanseindeksen for obligasjoner bør forenkles ytterligere ved å ta ut delmarkedet for realrenteobligasjoner.

Til forskjell fra nominelle obligasjoner, gir realrenteobligasjoner beskyttelse mot uventede endringer i inflasjon. Investor får en realavkastning i tillegg til en kompensasjon for utviklingen i en prisindeks som er avtalt på forhånd.

Realrenteobligasjoner utstedt av stater har inngått i referanseindeksen for obligasjoner siden 2005. Departementets beslutning om å inkludere realrenteobligasjoner ble tatt i 2004 og var i tråd med råd fra Norges Bank gitt i brev 21. mars 2002 og 6. september 2004, jf. omtale i Nasjonalbudsjettet 2005. Departementet la den gang vekt på Norges Banks analyser som viste at forholdet mellom forventet avkastning og risiko i fondet under rimelige forutsetninger ville bli bedre, selv om denne virkningen ville være beskjeden. Departementet la også vekt på den antatte veksten i utstedelsen av realrenteobligasjoner.

2.3.2 Norges Banks råd

Norges Bank foreslo i brev 9. august 2012 at realrenteobligasjoner tas ut av SPUs referanseindeks. Banken begrunner dette med at realrenteobligasjoner og nominelle obligasjoner har ulike, og i noen tilfeller motstridende, egenskaper i perioder med variasjoner i realrenter og inflasjonsrisiko. Banken skriver videre at markedet for realrenteobligasjoner ikke er tilstrekkelig bredt, dypt og ensartet til å kunne diversifisere SPUs risiko ved en rask og uventet økning i inflasjonen. Etter bankens syn bør det derfor heller ikke etableres noen særskilt strategisk allokering til slike obligasjoner.

Banken mener at en slik endring vil rendyrke den strategiske rollen som statsobligasjoner har i referanseindeksen og gjøre indeksen enklere, mer transparent og lettere etterprøvbare.

Banken viser også til at realrenteobligasjoner kan ha ulike egenskaper på tvers av land. Viktige forskjeller mellom land omfatter blant annet den skattemessige behandlingen av kompensasjonen for inflasjon og i hvilken grad obligasjonens pålydende verdi (hovedstol) justeres ned ved deflasjon. Norges Bank har publisert et eget diskusjonsnotat om markedet for realrenteobligasjoner.³ Det framgår blant annet av notatet at Storbritannia og Japan ikke garanterer tilbakebetaling av opprinnelig hovedstol ved forfall dersom prisindeksen skulle falle gjennom løpetiden. En slik garanti kalles et «deflasjonsgulv».

Avkastningen av nominelle obligasjoner er mer sårbar for en økning i inflasjonen enn avkastningen av realrenteobligasjoner. Etter bankens syn kan inflasjonsrisikoen i nominelle obligasjoner være en type risiko som fondet er særlig godt egnet til å bære. Kombinasjonen av lang tidshorison, lite løpende likviditetsbehov og en tålmodig eier er forhold som generelt kan gjøre fondet godt egnet til å påta seg ulike former for systematisk risiko, inkludert inflasjonsrisiko.

I perioder med finansiell uro er markedet for realrenteobligasjoner mindre likvid enn markedet for nominelle statsobligasjoner. Ifølge banken er det imidlertid ikke gitt at en kan forvente systematisk å høste en likviditetspremie ved en strategisk allokering til realrenteobligasjoner.

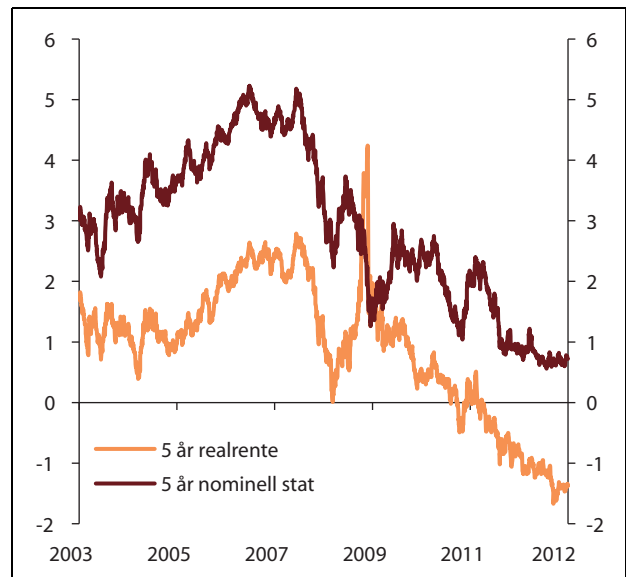
Banken skriver at sammensetningen av investeringene samlet sett bør la fondet ta del i realveksten i verdensøkonomien. Etter bankens syn vil realrenteobligasjoner gi en sikring mot inflasjon, men ikke nødvendigvis en avkastning som gjenspeiler realveksten i økonomien.

Norges Bank har utviklet en operativ referanseportefølje for obligasjoner. Denne porteføljen er et verktøy for å styre og kommunisere langsiktige tilpasninger banken selv gjør i forvaltningen, jf. omtalen i avsnitt 2.2 og 4.1. I 2012 valgte banken å ta realrenteobligasjoner ut av den operative referanseporteføljen. Fondets beholdning av slike obligasjoner falt fra 105 mrd. kroner til 42 mrd. kroner i løpet av året.

2.3.3 Markedet for realrenteobligasjoner siden 2004

I 2004 utgjorde realrenteobligasjoner 3,8 pst. av referanseindeksen for obligasjoner, jf. Nasjonalbudsjettet 2005. I dag utgjør realrenteobligasjoner om lag 6 pst. av den nye referanseindeksen for obligasjoner. Generelt har andelen realrenteobligasjoner i statsobligasjonsmarkedet steget fra om lag 6,5 pst. i 2004 til 9,5 pst. i 2012.⁴

I 2004 var det utstedt realrenteobligasjoner i 14 land, jf. brev fra Norges Bank 6. september 2004. I dag omfatter indekser for realrenteobligasjoner inntil 20 land.⁵ Barclays indeks World Government Inflation Linked Bonds (WGILB) omfatter ni utviklede land og har en samlet markeds kapitalisering på om lag 2 000 mrd. dollar. Markedet for realrenteobligasjoner er fremdeles konsentrert om et fåtall land. De største utste-



Figur 2.6 Renter på amerikanske nominelle statsobligasjoner og realrenteobligasjoner med fem års løpetid. 2003–2012. Prosent

Kilde: Det amerikanske finansdepartementet.

³ Se NBIM Diskusjonsnotat 9-2012 «Strukturen i markedet for realrenteobligasjoner» (www.nbim.no).

⁴ Se NBIM Diskusjonsnotat 9-2012.

⁵ Se NBIM Diskusjonsnotat 9-2012.

Tabell 2.3 Rentesensitivitet (durasjon) til de ulike delene av obligasjonsindeksen per 30. juni 2012

Delmarked	Durasjon	Andel av referanseindeksen (pst.)
<i>A. Sensitivitet for endringer i nominelle renter</i>		
Selskapsobligasjoner	5,5	30,0
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	5,1	2,9
Nominelle statsobligasjoner	6,5	60,5
<i>B. Sensitivitet for endringer i realrenter</i>		
Realrenteobligasjoner	10,9	6,6

Kilde: Barclays.

derne av slike obligasjoner er USA, Storbritannia og Frankrike med en markedsandel på henholdsvis 43 pst., 28 pst. og 11 pst.

Utviklingen i rentenivå og sensitivitet for renteendringer

Figur 2.6 viser at både nominelle renter og realrenter falt i USA i perioden 2003–2012. Forskjellen mellom nominelle renter og realrenter består av forventet inflasjon og ulike risikopremier. Det framgår av figuren at forskjellen mellom nominelle renter og realrenter har vært ganske stabil de siste ni årene, med unntak av en kort periode under finanskrisen i 2008–2009. Figuren viser også at rentene for tiden er svært lave.

Markedsverdien av obligasjoner faller når rentenivået stiger, og omvendt. Obligasjoner med lang løpetid påvirkes mer av endringer i rentenivået. Durasjon er litt forenklet et mål på hvor mye en obligasjon faller i verdi når rentenivået stiger med en prosentenh. Med en durasjon på 6 vil verdien av obligasjonsporteføljen falle med 6 pst. hvis renten stiger med en prosentenh. Departementet har ikke fastsatt et mål for durasjonen til referanseindeksen for obligasjoner. Virkningen på verdien av indeksen ved endringer i markedsrenten følger av egenskapene til de obligasjonslånene som til enhver tid inngår i indeksen. For nominelle obligasjoner viser durasjonen hvor mye obligasjonen faller i verdi når nominelle renter stiger. For realrenteobligasjoner viser durasjonen hvor mye obligasjonen faller i verdi når realrentene stiger. Tabell 2.3 viser durasjonen til de ulike delene av obligasjonsindeksen per 30. juni 2012. Realrenteobligasjoner har lengre tid til forfall (durasjon) enn nominelle obligasjoner. Endringer i det generelle rentenivået kan skyldes endringer i både realrenter

og inflasjonsforventninger. Sammenliknet med nominelle obligasjoner vil avkastningen av realrenteobligasjoner være mer utsatt for endringer i realrenter, men mindre utsatt for endringer i inflasjonsforventninger.

Avkastning

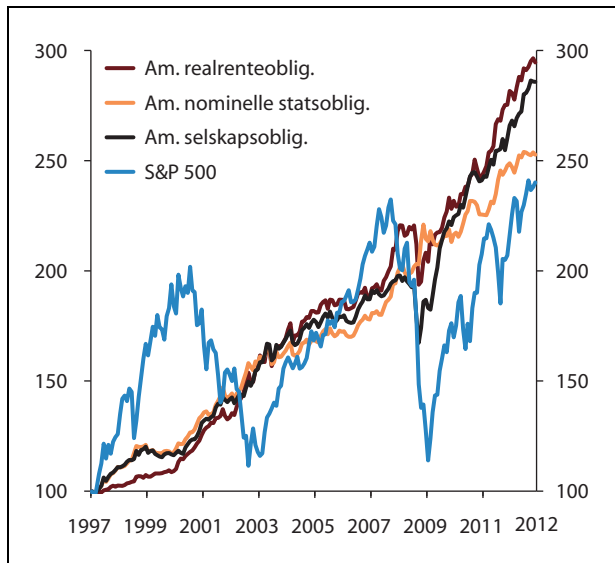
I analyser av avkastningen har departementet sett på realrenteobligasjoner utstedt av den amerikanske stat, såkalte TIPS (Treasury Inflation Protected Securities). De utgjør over 40 pst. av markedet for realrenteobligasjoner. TIPS ble første gang utstedt i 1997. I perioden fra januar 1997 til desember 2012 har de gitt høyere avkastning enn amerikanske nominelle statsobligasjoner, selskapsobligasjoner med høy kredittvurdering, såkalt «investment grade», og det amerikanske aksjemarkedet (S&P 500), jf. figur 2.7. Også siden beslutningen ble tatt i 2004 om å inkludere realrenteobligasjoner i SPU's referanseindeks, har TIPS hatt den høyeste avkastningen av disse fire aktivaene.

Den høye avkastningen av amerikanske realrenteobligasjoner skyldes hovedsakelig den lange løpetiden og at perioden har vært preget av fallende realrenter.

Risiko og korrelasjon mot aksjemarkedet

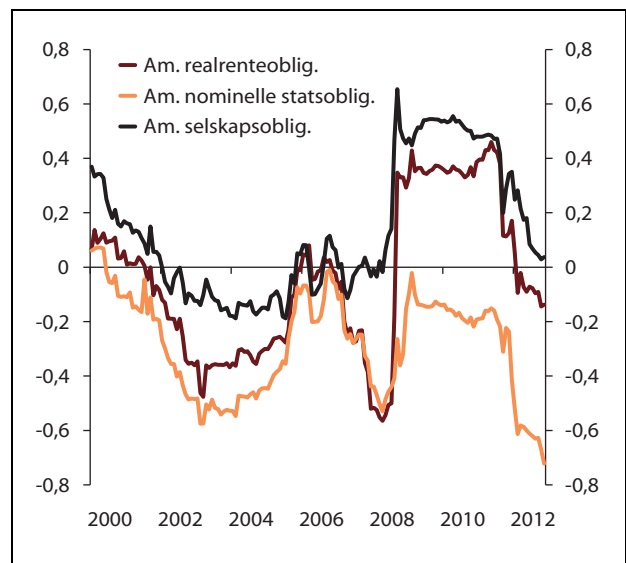
Årlig standardavvik til avkastningen er et vanlig mål på risiko. Det er et statistisk mål på svingningene i avkastningen og kalles også volatilitet.

Siden 1997 har risikoen målt på denne måten vært høyere i realrenteobligasjoner enn i nominelle amerikanske statsobligasjoner. Det årlige standardavviket har vært 5,8 pst. mot 4,6 pst. Standardavviket har også vært litt høyere enn for amerikanske selskapsobligasjoner med høy kredittvurdering, som er målt til 5,6 pst.



Figur 2.7 Avkastningsindekser for amerikanske realrenteobligasjoner, nominelle statsobligasjoner, selskapsobligasjoner med høy kredittvurdering og aksjer (S&P 500). Indeks 1. januar 1997 = 100

Kilder: Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.



Figur 2.8 Rullende 36 måneders korrelasjon mot det amerikanske aksjemarkedet (S&P 500) for amerikanske realrenteobligasjoner, nominelle statsobligasjoner og selskapsobligasjoner med høy kredittvurdering

Kilder: Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.

Avkastningen av amerikanske realrenteobligasjoner har vist lav samvariasjon med det amerikanske aksjemarkedet, men ikke like lav som avkastningen av nominelle statsobligasjoner, jf. figur 2.8. Likevel har samvariasjonen med aksjemarkedet vært vesentlig lavere enn for amerikanske selskapsobligasjoner. Samvariasjonen økte under finanskrisen i 2008, men er nå igjen negativ. I perioden siden 1997 sett under ett har samvariasjonen mellom aksjemarkedet og realrenteobligasjoner, nominelle statsobligasjoner og selskapsobligasjoner vært henholdsvis 0,02, -0,27 og 0,23.

Realrenteobligasjonenes lave samvariasjon med aksjemarkedet og høye avkastning har bedret forholdet mellom avkastning og risiko i SPU. Effekten har imidlertid vært liten siden realrenteobligasjoner utgjør en mindre del av referanseindeksen.

2.3.4 Bevaring av kjøpekraft

Realrenteobligasjoner anses ofte som det nærmeste en kommer risikofrie investeringer, gitt visse forutsetninger. Når en realrenteobligasjon kjøpes og holdes helt til forfall, er realavkastningen for hele perioden sett under ett langt på vei kjent på kjøpstidspunktet. Selv om kursen på obligasjonen

kan variere i løpet av perioden, vil den langsiktige realavkastningen være tilnærmet risikofri.

Spørsmålet om fondets behov for sikring av langsiktig kjøpekraft eller inflasjonsbeskyttelse er relevant ved en vurdering av om slike obligasjoner bør inngå i indeksen. Andre typer investeringer kan imidlertid også gi en viss grad av inflasjonsbeskyttelse.

I diskusjonsnotatet «Risiko og avkastning i realrenteobligasjoner»⁶ skriver Norges Bank:

«In future work, we therefore intend to broaden this research project on ILB into a wider study of long-term inflation and real assets».

Det kan derfor bli aktuelt med en bredere analyse av behovet for inflasjonssikring og investeringer i realaktiva.

2.3.5 Departementets vurderinger

Realrenteobligasjoner og nominelle statsobligasjoner har til dels ulike egenskaper. Etter departementets syn kan begge typene obligasjoner dempe risikoen i fondet over tid. Ulike egenskaper kan bety lav samvariasjon i avkastningen, som

⁶ Se NBIM Diskusjonsnotat 10-2012 «Risiko og avkastning i realrenteobligasjoner» (www.nbim.no).

gir muligheter for spredning av risiko og et bedre forhold mellom forventet avkastning og risiko.

Videre anses realrenteobligasjoner ofte som det nærmeste en kommer risikofrie investeringer, forutsatt at obligasjonene holdes til forfall, er uten kredittrisiko og er indeksert mot en prisindeks som er viktig for investors kjøpekraft. Realrenteobligasjoner passer derfor godt inn i statsdelen av referanseindeksen, som skal dempe risikoen i totalporteføljen.

For å investere i nominelle obligasjoner vil investorer normalt kreve en kompensasjon for usikkerheten i framtidig inflasjon, såkalt inflasjonspremie. Dette er ikke tilfellet for realrenteobligasjoner. Alt annet like er derfor forventet avkastning av realrenteobligasjoner i utgangspunktet litt lavere enn for nominelle obligasjoner. Det er ikke opplagt at en langsiktig investor som SPU skal investere i realrenteobligasjoner. Norges Bank skriver i sitt råd at inflasjonsrisikoen i nominelle obligasjoner kan være en type risiko som fondet er særlig godt egnet til å bære.

Departementet mener at det bør utredes nærmere hvilken evne fondet har til å tåle inflasjonsrisiko før en kan konkludere på dette punktet. Samtidig er markedet for realrenteobligasjoner mindre likvid enn nominelle statsobligasjoner. Denne egenskapen ble spesielt tydelig under finanskrisen i 2008–2009⁷. Departementets gjennomgang av økonomisk litteratur tyder på at realrenteobligasjoner historisk har gitt en likviditetspremie på om lag samme størrelse som inflasjonspremiene i nominelle statsobligasjoner. Estimatenes for disse premiene er usikre ettersom begge varierer over tid og er vanskelige å beregne. Se nærmere omtale av likviditetsrisiko i boks 2.3.

Muligheten for å tjene en likviditetspremie i markedet for realrenteobligasjoner gjør likevel at fondets særtrekk som langsiktig investor ikke er et avgjørende argument for å ta dem ut av referanseindeksen.

Departementet har videre lagt vekt på at de fleste store land følger samme type kontraktstruktur for realrenteobligasjoner. Forskjeller mellom markedene for realrenteobligasjoner framstår derfor i praksis ikke som et stort problem.

Alt i alt har ikke departementet funnet argumenter som er tungtveiende nok til å ta realrenteobligasjoner ut av referanseindeksen. I vurderingen har hensynet til risikospredning veid tyngre enn behovet for å forenkle referanseindeksen for

obligasjoner ytterligere. Det kan imidlertid bli aktuelt å vurdere andelen realrenteobligasjoner på nytt i lys av en bredere analyse av behovet for inflasjonssikring og investeringer i realaktiva.

Departementet har vurdert om realrenteobligasjoner bør skilles ut fra statsdelen av referanseindeksen for obligasjoner og i stedet inngå med en egen strategisk allokering. En slik løsning vil imidlertid bryte regelen som departementet fastsatte i fjor om at vekten til ulike lands statsobligasjoner skal settes lik landenes relative BNP-vekt. Departementet har derfor kommet fram til at realrenteobligasjoner fortsatt bør inngå i statsdelen av referanseindeksen, på lik linje med nominelle statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner.

2.4 Eiendomsaksjer i eiendomsporteføljen

2.4.1 Innledning

Finansdepartementet fastsatte retningslinjer for investeringer i fast eiendom 1. mars 2010, jf. Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009. Ifølge mandatet for SPU skal Norges Bank plassere inntil 5 pst. av fondet i en egen eiendomsportefølge. Andelen investert i obligasjoner skal reduseres tilsvarende.

Departementet har, som beskrevet i Meld. St. 10 (2009–2010), lagt til grunn at det vil ta flere år å bygge opp eiendomsporteføljen. Porteføljen har i starten vært konsentrert om noen få utvalgte eiendomsmarkeder. I mandatet for SPU er det tatt inn en bestemmelse om at Norges Bank skal søke å spre innfasingen av eiendomsporteføljen over flere år og over relevante risikofaktorer. Videre skal innfasingen bestemmes ut fra bankens langsiktige forventninger om netto avkastning og risiko i eiendomsmarkedet og investeringsporteføljens mulige investeringer i andre markeder. Utviklingen av organisasjonen i Norges Bank vil også være viktig for oppbyggingen av eiendomsporteføljen.

Ved utgangen av 2012 besto eiendomsporteføljen av unoterte investeringer i kontor- og forretningseiendom i England, Frankrike og Sveits til en verdi av 22 mrd. kroner. Det tilsvarer 0,7 pst. av fondets verdi. I tillegg har Norges Bank inngått avtaler om ytterligere eiendomskjøp, som ventes slutført i 2013.

Mandatet for SPU har helt siden 2010 åpnet for at Norges Bank kan investere eiendomsporteføljen på flere måter, herunder også i aksjer i noterte eiendomsselskaper. Mandatets § 3-1, c) lyder:

⁷ Selv om realrenteobligasjoner skulle bli lite likvide, kan de brukes som sikkerhet for lån fra sentralbanker.

«Eiendomsporteføljen kan investeres i fast eiendom, egenkapital og rentebærende instrumenter utstedt av noterte og unoterte selskaper, fondskonstruksjoner og andre juridiske personer som har kjøp, utvikling og forvaltning eller finansiering av fast eiendom som hovedvirksomhet. Investeringen kan foretas gjennom norske eller andre juridiske personer. Investeringer i unoterte egenkapitalinstrumenter skal gjennomføres på regulert og anerkjent markeds plass. Med fast eiendom menes rettigheter til grunn og eventuell bebyggelse som finnes på denne.»

Mandatet fra Finansdepartementet innebærer at Norges Bank kan eie eiendomsaksjer både i aksje- og eiendomsporteføljen. Det følger av mandatet at Norges Bank i sine interne retningslinjer skal fastsette rammer for hvor stor andel av eiendomsporteføljen som kan investeres i noterte egenkapitalinstrumenter. Norges Bank har fastsatt en ramme for slike investeringer på 25 pst. av den strategiske allokeringen til eiendom på inntil 5 pst., jf. kapittel 5.

Avkastnings- og risikoegenskapene til notert og unotert eiendom kan være forskjellige. Norges Bank er i ferd med å utvide eiendomsinvesteringene til land og regioner der markedet for noterte eiendomsselskaper er betydelig. Det gjør det mer sannsynlig at slike investeringer vil inngå i eiendomsporteføljen framover. Avsnitt 2.4.2 beskriver derfor forskjeller mellom egenkapitalinvesteringer i unotert eiendom og noterte eiendomsselskaper.

2.4.2 Noterte eiendomsaksjer sammenliknet med unotert eiendom

Indeksleverandøren IPD har anslått at verdien av fast eiendom som forvaltes av profesjonelle eiendomsforvaltere, utgjorde om lag 31 000 mrd. kroner i 2011. Profesjonelle eiendomsforvaltere omfatter blant annet statlige investeringsfond, livselskaper, pensjonsfond, eiendomsfond og noterte og unoterte eiendomsselskaper. Verdien av all fast eiendom er imidlertid langt større. For eksempel eier små investorer og selskaper som i hovedsak driver annen virksomhet enn eiendomsforvaltning, også fast eiendom. Av den beregnede størrelsen på 31 000 mrd. kroner i 2011 var i underkant av ¼ eid av børsnoterte eiendomsselskaper. Dette viser at en stor del av eiendomsmarkedet bare er tilgjengelig gjennom unoterte investeringer.

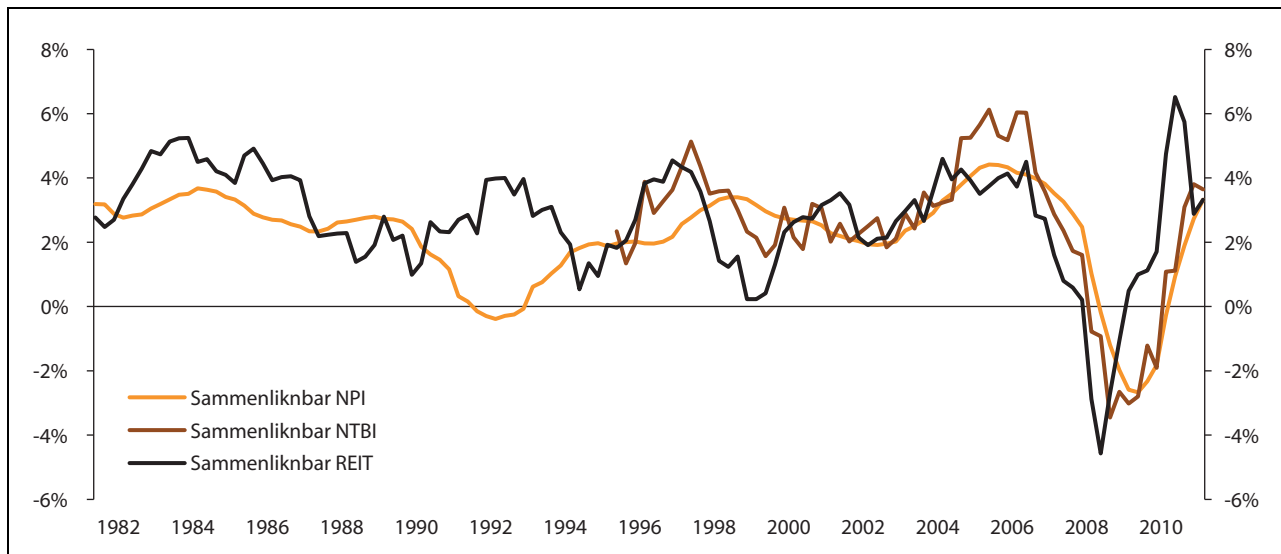
Tallene fra IPD viser videre at andelen av eiendomsmarkedet som eies av noterte eiendomsselskaper, er høyest i Nord-Amerika og Asia, og lavest i Europa. Av noterte eiendomsselskaper utgjør såkalte Real Estate Investment Trusts (REITs) den største gruppen. REITs er selskaper som investerer i og forvalter fast eiendom eller eiendoms lån. Det som skiller REITs fra andre aksjeselskaper, er at de ikke betaler selskapskatt av den delen av overskuddet som utbetales til aksjonærene, så lenge de opererer innenfor bestemte krav. Kravene om at inntektene skal komme fra eiendom, investeringene skal være i utviklede eiendommer og overskuddet skal utbetales, gjør at REITs lettere kan sammenliknes med direkte investeringer i eiendom. I en egen temaartikkel i kapittel 7 i denne meldingen omtales noterte REITs nærmere.

Til tross for at inntektene i noterte REITs kommer fra investeringer i eiendom, viser historiske tall for avkastning og risiko at det på kort sikt er liten grad av samvariasjon mellom indeksavkastningen av noterte REITs og unotert eiendom. Avkastningen av noterte REITs svinger generelt mer enn avkastningen av unotert eiendom og mer i takt med aksjemarkedet.

En mulig forklaring på den svake sammenhengen på kort sikt er at det ikke finnes gode data for markedsavkastningen av unotert eiendom. Studier som søker å korrigere for ulike svakheter ved indeksene for unotert eiendom finner en sterkere sammenheng mellom de to delene av eiendomsmarkedet.

En svakhet ved indekser av unoterte eiendomsinvesteringer er at eiendommene i indeksen sjelden omsettes. Den lave omsetningen i det unoterte eiendomsmarkedet gjør at brede indekser som regel baseres på utviklingen i verditakster. Aksjeindekser er i motsetning basert på markedspriser. Historiske data viser at indeksverdier basert på verditakster svinger mindre og følger etter verdiutviklingen av noterte eiendomsselskaper. Det finnes også indekser av unotert eiendom som er basert på faktiske transaksjoner. Lav og varierende omsetning medfører at heller ikke slike indekser gjenspeiler den brede markedsavkastningen. Transaksjonsbaserte indekser kan likevel gi et bedre bilde av svingningene i eiendomsmarkedet enn indekser som er basert på verditakster.

Figur 2.9 viser verdiutviklingen av en indeks satt sammen av noterte REITs og to indekser satt sammen av unotert eiendom i det amerikanske markedet. Den ene av de unoterte indeksene er basert på verditakster (NCREIF Property Index,



Figur 2.9 To års gjennomsnittlig kvartalsvis avkastning av sammenliknbare indekser av notert og unotert eiendom i USA. 1. kvartal 1982–4. kvartal 2011

Kilde: Ang, A., Nabar, N. og Wald, S. (2012) Searching for a Common Factor in Public and Private Real Estate Returns, Working paper.

NPI), mens den andre er basert på faktiske transaksjoner (NCREIF Transaction Based Index, NTBI). For å gjøre indeksene sammenliknbare, er REITs-avkastningen justert for gjeld og avvikende sektorsammensetning. Figuren viser at indeksverdien basert på verditakster (NPI) reagerer senere og er jevnere enn de to andre indeksene. REITs-indeksen ser ut til å lede de to andre indeksene. Dette stemmer med flere andre studier av historisk avkastning.

Figur 2.9 viser videre at avkastningen av eiendom sjelden har vært negativ over perioder på to år. Indeksene i figuren viser avkastningen av eiendomsinvesteringer uten gjeld. Dette bidrar til lavere svingninger i avkastningen. Alle eiendomsindeksene falt imidlertid mye i 2008–2009 under finanskrisen.

De fleste eiendomsinvesteringer har gjeld. Problemer i kredittmarkedene kan derfor påvirke avkastningen av eiendom. Under finanskrisen hadde noterte REITs høy samvariasjon med aksjemarkedet generelt og banksektoren spesielt. I temaartikkelen i kapittel 7 belyses samvariasjonen mellom noterte REITs og aksjemarkedet nærmere.

På lang sikt er det naturlig å forvente at verdiutviklingen i noterte REITs gjenspeiler utviklingen i de underliggende eiendomsmarkedene. Den gjennomsnittlige kvartalsvise avkastningen av REITs-indeksen i USA i perioden 1994–2011 var på 2,4 pst., mens tilsvarende avkastning av indeksen av unotert eiendom basert på takster (NPI) var 2,3 pst. Avkastningen har således ikke vært vesentlig

forskjellig for de to indeksene i perioden sett under ett.

Sammenliknet med unotert eiendom har noterte REITs høy omsettelighet og er en kostnads- og skatteeffektiv investeringsform for mange investorer. Lave transaksjonskostnader gjør det lettere å spre investeringene over mange eiendommer sammenliknet med unoterte investeringer. For investorer kan det imidlertid være negativt at noterte REITs gir mindre innsyn og kontroll over eiendomsforvaltningen. Det kan gjøre det mer attraktivt å investere i unotert eiendom gjennom investeringsformer som tillater høyere eierandeler og gir bedre muligheter til å følge opp og påvirke eiendomsforvaltningen, herunder valg av hvilke eiendommer det skal investeres i. Stabile resultater kan også ha en verdi for mange investorer. De vil da foretrekke unoterte investeringer fordi svingningene i de takserte verdiene er lavere enn for noterte REITs på kort sikt. Det er også mulig at investorer blir kompensert for den lave omsetteligheten i det unoterte eiendomsmarkedet eller at enkeltinvestorer eller investorgrupper kan oppnå særlige fortrinn i forvaltningen av unoterte investeringer, slik som stordriftsfordeler.

Departementet har fått utarbeidet en rapport som vurderer SPUs potensial for å høste likviditetspremier ved investeringer i ulike aktivaklasser, jf. boks 2.3 i avsnitt 2.2. I rapporten pekes det imidlertid på at tallgrunnlaget ikke er godt nok til å ta stilling til om det finnes likviditetspremier i unoterte markeder som eiendom.

Boks 2.4 Andre investorers valg av avkastningsmål for eiendomsporteføljer

Flere av de største fondene internasjonalt har valgt forskjellige avkastningsmål for sine eiendomsinvesteringer. Data fra CEM Benchmarking for 12 av verdens største investorer viser at de fleste avkastningsmålene for investeringer i eiendom er helt eller delvis basert på indekser av unotert eiendom, slik som indeksene fra IPD og NCREIF. Dette gjenspeiler trolig at eiendomsporteføljene i hovedsak er investert i unotert eiendom.

Noen investorer, slik som New Zealand Superannuation Fund, bruker indekser av noterte eiendomsselskaper som avkastningsmål for hele eiendomsporteføljen. Det legges da ofte til grunn at forvalter fritt kan velge mellom noterte og unoterte investeringer. Bruk av indekser av noterte eiendomsselskaper kan gjøre det mer krevende å vurdere forvalters resultater fra unoterte investeringer. Samtidig vil slike indekser kunne gjenspeile den langsiktige risikoen i eiendomsporteføljen på en god måte dersom det justeres for forskjeller i gjeld og land- og eiendomssammensetningen. En indeks av noterte eiendomsselskaper vil også utgjøre et investerbart og transparent alternativ for forvalter. Til sammenlikning inneholder indekser av unotert eiendom, eiendom som ikke nødvendigvis er for salg, og leverandørene av indeksene opplyser heller ikke om hvilke aktiva som inngår i indeksene. En svakhet ved indekser av noterte eiendomsselskaper er at noterte eiendomsselskaper bare eier en mindre del av det totale eiendomsmarkedet, og at land- og sektorsammensetningen avviker fra det samlede eiendoms-

domsmarkedet.

Et alternativ til å bruke indekser av noterte eiendomsselskaper kan være å benytte et avkastningsmål satt sammen av noterte aksjer og obligasjoner. Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) tar for eksempel utgangspunkt i en referanseindeks av 65 pst. noterte aksjer og 35 pst. obligasjoner ved fastsettelsen av avkastningsmål for unoterte investeringer. CPPIB har som mål å bevare fondets risikoegenskaper uttrykt gjennom referanseindeksens aksje- og obligasjonsandeler når de gjør nye investeringer. For hver nye investering fastsettes derfor en aksje- og obligasjonsvekt som kan ses på som investeringens finansierings- eller alternativkostnad. Ved utgangen av september 2012 var CPPIB investert i 10,6 pst. eiendom, 16,5 pst. unoterte aksjer og 6,2 pst. infrastruktur.

I likhet med indekser av noterte eiendomsselskaper er indekser av noterte aksjer og obligasjoner enkle og investerbare. Forvalter vil kunne redusere omfanget av eiendomsinvesteringene dersom forholdet mellom avkastning og risiko ikke vurderes som attraktivt. Svakheten er at avkastningen ikke alltid vil variere i takt med eiendomsavkastningen, og at det derfor vil kunne være vanskelig å benytte slike indekser som grunnlag for å vurdere forvalterens prestasjoner. På den annen side kan et avkastningsmål satt sammen av noterte aksje- og obligasjonsindekser være et enkelt og investerbart avkastningsmål som også kan benyttes for porteføljer der også andre unoterte investeringer inngår, slik som infrastruktur og unoterte aksjer.

2.4.3 Departementets vurderinger

Mandatet for SPU åpner opp for at eiendomsporteføljen blant annet kan investere i aksjer i børsnoterte eiendomsselskaper i tillegg til unotert eiendom. Gjennomgangen av egenskapene til noterte eiendomsaksjer i avsnitt 2.4.2 støtter opp under dette. Analyser av historiske tall tyder på at det ikke er vesentlige forskjeller i avkastnings- og risikoegenskapene til brede indekser av notert eiendomsselskaper og unotert eiendom på lang sikt. I tillegg eier noterte eiendomsselskaper store deler av eiendomsmarkedene i mange delmarkeder og land. De unoterte og noterte markedene utfyller derfor hverandre og utgjør til sammen det totale eiendomsmarkedet.

Samtidig er investeringer i noterte eiendomsselskaper forskjellige fra investeringer i unotert eiendom. For eksempel er noterte investeringer generelt lettere omsettelige enn unoterte. En annen forskjell er at det ved unoterte investeringer er vanlig med høyere eierandeler. Dette gir investorer bedre innsyn i og kontroll av forvaltningen. Samtidig vil store eierandeler i enkelte eiendommer gjøre det mer krevende å spre investeringene. Investorer kan videre ha ulike muligheter til å utvikle fortrinn i noterte og unoterte markeder. Hvorvidt det er mest attraktivt å investere i unotert eiendom eller noterte eiendomsselskaper, vil også kunne variere mellom markeder og over tid. Det bør derfor etter departementets syn være opp til forvalter å velge mel-

lom noterte og unoterte investeringer i eiendomsporteføljen.

Noterte eiendomsselskaper har i gjennomsnitt mer gjeld i forhold til egenkapital enn det Norges Banks investeringer i unotert eiendom har hatt til nå. Høyere gjeldsgrad gir høyere forventet avkastning av egenkapitalinvesteringer. Samtidig vil avkastningen svinge mer. På kort sikt vil også verdsettelsesformen gjøre at avkastningen av investeringer i noterte eiendomsselskaper svinger mer enn avkastningen av investeringer i unoterte eiendom. Unotert eiendom verdsettes i hovedsak ved bruk av takster, mens noterte eiendomsselskaper prises i aksjemarkedet. Takster oppdateres sjeldnere og har historisk variert mindre enn markedspriser.

Økt gjeld i eiendomsporteføljen som følge av noterte investeringer vil øke fondets samlede risiko. Som vist til i St.meld. nr. 16 (2007–2008), vil imidlertid den forventede virkningen på fondets risiko over perioder på 15 år av en 5 pst. allokering til eiendom uansett være begrenset. Dette står seg også med en viss gjeldsfinansiering i eiendomsporteføljen.

Departementet har valgt en tilpasset utgave av en global eiendomsindeks fra indeksleverandøren International Property Databank (IPD) som avkastningsmål for eiendomsporteføljen til SPU. Indeksen justeres for eiendomsporteføljens faktiske gjeld både ved unoterte og noterte investeringer. IPD utarbeider en årlig rapport for departementet om eiendomsforvaltningen i SPU, herunder om avkastningen av porteføljen. Rapporten for 2011 er omtalt i avsnitt 4.1 og offentliggjort på departementets internettsider (www.regjeringen.no/spf).

I Meld. St. 10 (2009–2010) ble det pekt på at departementet ved fastsettelsen av avkastningsmålet hadde lagt til grunn at omfanget av eiendomsporteføljens investeringer i noterte eiendomsselskaper over tid ville bli begrenset. Det ble videre vist til at dersom denne forutsetningen endres, ville departementet vurdere å benytte en indeks av noterte eiendomsselskaper som avkastningsmål for den noterte delen av porteføljen. Denne vurderingen ligger fast. En betydelig økning av noterte investeringer vil gjøre det naturlig for departementet å vurdere alternative avkastningsmål for eiendomsporteføljen. I boks 2.4 er andre investorers valg av avkastningsmål beskrevet nærmere.

2.5 Analyser av risiko

2.5.1 Innledning

Fondets særtrekk som en langsiktig investor uten klart definerte forpliktelser gir i utgangspunktet større evne til å bære risiko enn mange andre investorer. Hva som er et riktig risikonivå for fondet, vil avhenge av risikotoleransen til eierne, representert ved politiske myndigheter. Stortingets tilslutning i 2007 til å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. har bidratt til å definere hva som er akseptabelt nivå for risikoen i fondet.

Erfaringene viser at en må være forberedt på perioder med betydelig uro og svingninger i fondets avkastning. I dette avsnittet brukes historisk avkastning og framoverskuende modellbaserte simuleringer over perioder på fem år for å illustrere risikonivået som følger av den vedtatte strategien for fondet.

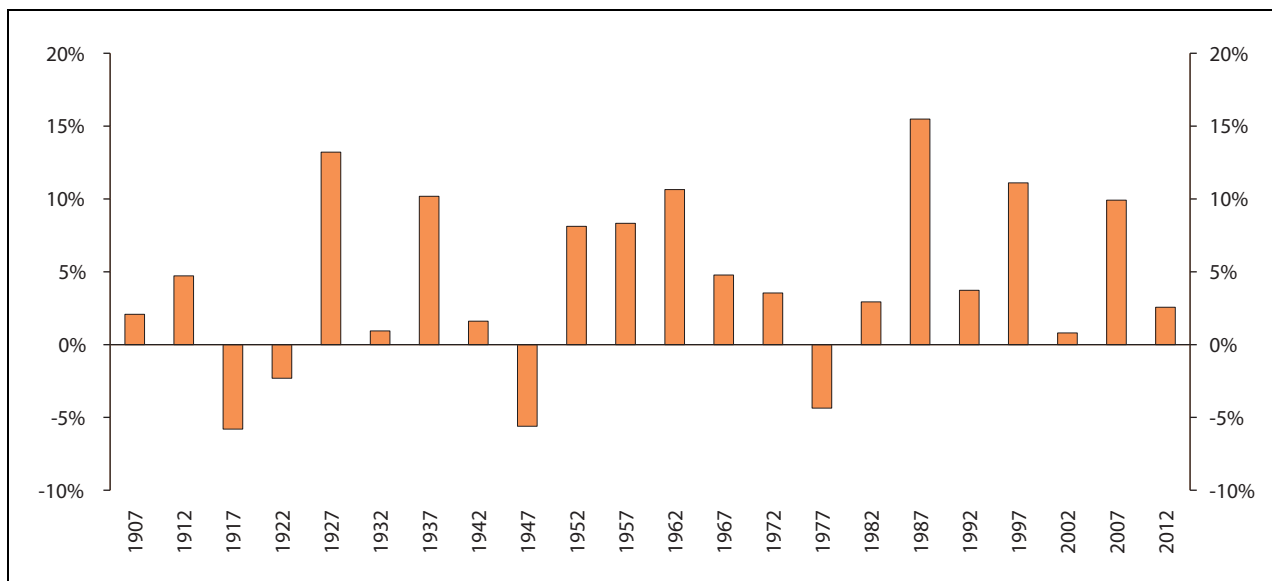
2.5.2 Historisk avkastning og risiko

Økonomene Dimson, Marsh og Staunton har samlet data for avkastningen av aksjer og statsobligasjoner i en rekke land for perioden fra år 1900 til 2011. Med dette datagrunnlaget⁸ har departementet beregnet historisk realavkastning og risiko for en portefølje med 60 pst. aksjer og 40 pst. statsobligasjoner i perioden 1903–2012.

I beregningene tas det ikke hensyn til at en mindre andel av SPU er investert i foretaksobligasjoner og fast eiendom. For slike investeringer finnes det ikke data som går like langt tilbake i tid. Det er også andre forskjeller mellom datagrunnlaget og fondets sammensetning. Blant annet er løpetiden for obligasjonene i de historiske dataene gjennomgående lengre enn for obligasjonsinvesteringene i SPU. Det gir større utslag ved endringer i rentenivået. Beregningene gir likevel et rimelig bilde av hvilke svingninger i realavkastning et fond med SPUs investeringsstrategi ville hatt i denne perioden.

Figur 2.10 viser historisk realavkastning for en portefølje med 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner fra 1903 til 2012. Hver søyle i figuren viser gjennomsnittlig årlig realavkastning over en femårsperiode. Figuren viser at realavkastningen har vært positiv i de fleste av disse femårsperiodene. I

⁸ Dimson, Marsh og Stauntons verdensindeks for aksjer 1900–2011. Data fra Thomson Reuters Datastream for 2012. Obligasjonsindeksen er basert på avkastningen av obligasjoner fra samme kilder, men er vektet med BNP-vekter.



Figur 2.10 Gjennomsnittlig årlig realavkastning (geometrisk) for en global portefølje med 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner over 22 femårsperioder. 1903–2012. Prosent

Avkastningen er målt i amerikanske dollar for aksjer og i lokal valuta for obligasjoner.

Kilder: Dimson, Marsh og Staunton Global Returns Data (2012), Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.

fire av periodene var realavkastningen likevel negativ.

Det har vært store variasjoner i realavkastningen mellom periodene. I den gunstigste femårsperioden var avkastningen hele 15,5 pst. årlig, mens i den minst gunstige femårsperioden var avkastningen så lav som minus 5,8 pst. årlig., jf. tabell 2.4. Standardavviket, som er et vanlig mål på svingninger i avkastning, er 6 pst. Det indikerer at svingninger på 6 prosentenheter i gjennomsnittlig realavkastning over perioder på fem år har vært vanlig. Når avkastningssvingningene måles over kortere perioder, blir standardavviket høyere.

Standardavviket for årlig realavkastning siden 1903 i en portefølje med 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner er for eksempel beregnet til 12,2 pst.

De historiske beregningene viser at en må være forberedt på at avkastningen av SPU vil variere betydelig fra år til år, og også over perioder på flere år. Samtidig legger risikoen som følger av strategien grunnlaget for høyere forventet avkastning over tid. I gjennomsnitt for alle femårsperiodene ville en portefølje med 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner gitt en realavkastning på 4,4 pst. Det er betydelig høyere enn realavkastningen av obligasjoner alene, som i gjennomsnitt var 1,7 pst.

Tabell 2.4 Historisk realavkastning og risiko for en global portefølje med 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner over 22 femårsperioder. 1903–2012. Prosent

Gjennomsnittlig årlig realavkastning (geometrisk) over 5-årsperioder	4,4
Standardavvik av gjennomsnittlig avkastning over 5 år	6,0
68 pst. sannsynlighetsintervall for 5-årsavkastning	-1,2 – 10,5
5-årsperioden med lavest gjennomsnittlig avkastning	-5,8 ¹
5-årsperioden med høyest gjennomsnittlig avkastning	15,5 ²

¹ 1913–1917.

² 1983–1987.

Avkastningen er målt i amerikanske dollar for aksjer og i lokal valuta for obligasjoner.

Kilder: Dimson, Marsh og Staunton Global Returns Data (2012), Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.

2.5.3 Framskrivning av fondets verdi

Risikoen forbundet med forvaltningen av SPU kan også belyses ved framoverskuende modellberegninger (simuleringer). Modellberegninger gjør det mulig å ta hensyn til flere forhold som er av betydning for utviklingen i verdien av SPU, men som ikke ligger til grunn for de historiske avkastningstallene beskrevet ovenfor. Slike forhold omfatter blant annet:

- Fondet tilføres kapital fra statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, og midler fra fondet tilføres statsbudsjettet ifølge handlingsregelen. Netto tilførsler vil bidra til å øke fondets verdi uavhengig av avkastningen.
- Den framtidige avkastningen av fondet er forbundet med stor usikkerhet og det er ikke rimelig å anta at utviklingen fram i tid vil være lik den historiske utviklingen.

Modellberegningene av verdiutviklingen av SPU tar utgangspunkt i prognoser for netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, jf. Meld. St. 1 (2012–2013) Nasjonalbudsjettet 2013, samt handlingsregelen for overføringer fra fondet til statsbudsjettet. Avkastning av og risiko i aksjer og obligasjoner er basert på langsiktige anslag, jf. Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009.⁹

Modellen simulerer utviklingen i fondets kroner verdi. Det tas hensyn til at både oljeprisen og kronekursen kan svinge.

I beregningene som er gjengitt nedenfor ser en på perioder på fem år. Departementet har tidligere lagt fram tilsvarende analyser for lengre perioder (15 til 20 år), jf. Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010.

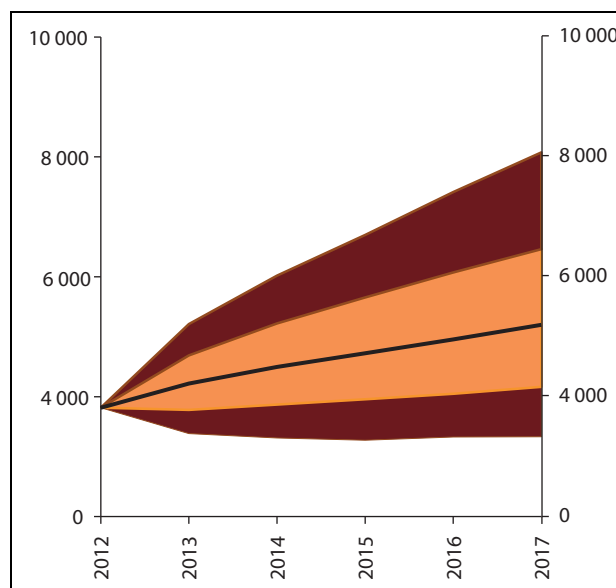
Figur 2.11 viser simulert utvikling i fondets realverdi (etter at en har justert for inflasjon). Den svarte linjen viser forventet verdi, mens viftene rundt linjen viser usikkerheten. Ifølge beregningene, vil verdien av fondet med 68 pst. sannsynlighet ligge innenfor den oransje viften, mens det er 95 pst. sannsynlighet for at verdien vil ligge innen-

⁹ Anslagene for langsiktig realavkastning av aksjer og statsobligasjoner er hhv. 5 pst. og 2,5 pst. Anslagene for årlig standardavvik (volatilitet) er hhv. 16 pst. og 6 pst.

for den oransje eller den brune viften. I beregningene er det 68 pst. sannsynlighet for at fondets realverdi etter fem år vil ligge i intervallet mellom 4 200 og 6 500 mrd. kroner. Forventet verdi er beregnet til 5 200 mrd. kroner.

Analysen av utviklingen i fondets verdi bekrefter inntrykket fra historisk avkastning av at en må være forberedt på perioder med betydelige svingninger i fondets resultater.

Departementets anslag for avkastning og risiko gjelder på lang sikt. I tråd med fondets lange tidshorisont er de ment å speile departementets forventninger til realavkastning og risiko for tidsrom som inneholder mange oppgangs- og nedgangsperioder i finansmarkedene. På kortere sikt, som over bestemte femårsperioder, kan utsiktene i finansmarkedene avvike vesentlig fra de langsiktige forventningene. Usikkerheten om fondets verdi kan derfor være større enn vist i figur 2.11.



Figur 2.11 Framskrivning av realverdien av SPU fem år fram i tid (til utgangen av 2017)¹ basert på langsiktige forutsetninger. Milliarder 2013-kroner

¹ Gitt anslagene for framtidig realavkastning og risiko på lang sikt, prognosen for netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten som i Nasjonalbudsjettet 2013 og usikkerhet i oljepris og kronekurs. Verdien av fondet ved utgangen av 2012 var 3 816 mrd. kroner.

Kilde: Finansdepartementet.

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 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 145 mrd. kroner ved utgangen av 2012, jf. nærmere omtale i avsnitt 4.2.

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 visse begrensninger på muligheten for store skift i porteføljens sammensetning over kort tid. Det norske markedet er for øvrig kjennetegnet ved lav omsettelighet av aksjene og obligasjonene til flere selskaper. Det forsterker utfordringene ved å foreta store tilpasninger i porteføljen på kort sikt.

SPN er en betydelig eier og långiver i det norske kapitalmarkedet. Den norske aksjeporteføljen utgjør vel 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. I det norske obligasjonsmarkedet utgjør den norske delen av SPNs obligasjonsportefølje om lag 5 pst. av verdien av referanseindeksen. SPNs store, langsiktige eierpost i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet bidrar til stabilitet i markedet. Reglene for rebalansering er en viktig del av dette. 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 departementet har fastsatt. Fondet kjøper dermed aksjer i perioder der andre selger og bidrar på den måten til å tilføre markedet likviditet.

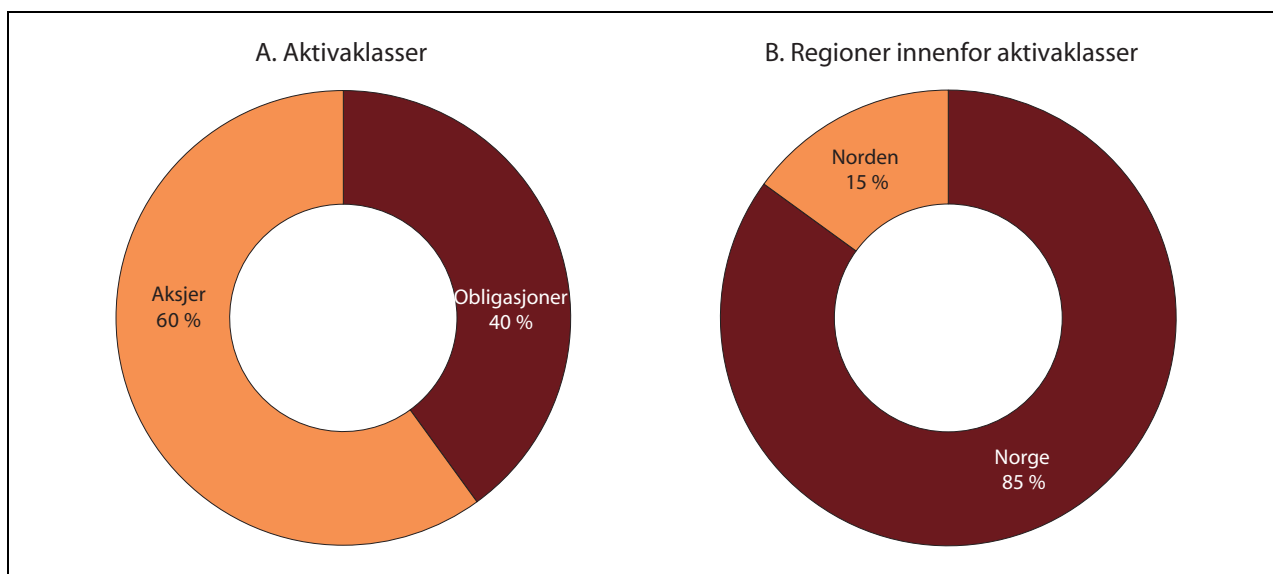
3.2 Investeringsstrategien

Finansdepartementet har fastsatt en referanseindeks for investeringene i SPN. Referanseindeksen gjenspeiler departementets valg av investeringsstrategi. Indeksen er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital i utgangspunktet skal være investert. Den strategiske referanseindeksen er fordelt på aksjer (60 pst.) og obligasjoner (40 pst.), og 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 oppnå meravkastning. Departementet har i mandatet for SPN stilt krav om at Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at det annualiserte standardavviket til differanseavkastningen mellom faktisk portefølje og faktisk referanseindeks på ex ante basis (forventet relativ volatilitet) ikke overstiger 3 prosentenheter. Gitt visse forutsetninger om normalfordeling innebærer dette kravet at den forventede avkastningsforskjellen mellom fondet og referanseindeksen i to av tre år er inntil 3 prosentenheter. I ett av tre år er den forventede forskjellen høyere enn 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) Forvaltningen 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) i 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

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.

midler kan investeres i unoterte aksjer på generell basis.

Reglene for rebalansering er en viktig del av investeringsstrategien for SPN. I Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011 ble det redegjort for erfaringene med rebalansering i SPU. Departementet la vekt på at rebalansering har som formål å sikre at risikoen i fondet over tid ikke avviker vesentlig fra det som er forankret i valget av fondets langsiktige fordeling på aktivklasser. Samtidig pekte departementet på at rebalansering har et visst motsyklisk trekk ved at fondet kjøper seg opp i den

aktivklassen som relativt sett har falt i verdi. Departementet konkluderte med at rebalansering 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 rebalansering i SPU, jf. Meld. St. 1 (2012–2013).

I lys av endringene i reglene for rebalansering i SPU vil departementet, og etter råd fra Folkestrygdfondet, vurdere om det er behov for å justere gjeldende rebalanseringsregler også for SPN. Departementet vil i så fall orientere Stortinget om dette.

4 Oppfølgingen av forvaltningen

4.1 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

4.1.1 Markedsutviklingen i 2012

Statsgjeldskrisen og usikkerhet rundt europeiske bankers finansieringsmuligheter var med på å prege utviklingen i finansmarkedene i 2012. Ved inngangen til året var det stor usikkerhet i markedene. I løpet av første kvartal annonserte europeiske myndigheter tiltak for å dempe uroen. Samtidig viste den amerikanske økonomien flere tegn til bedring, blant annet ved at indikatorer for forbrukertilliten steg og arbeidsledigheten falt til sitt laveste nivå på tre år. Videre varslet en rekke sentralbanker, inkludert den amerikanske, europeiske, japanske og kinesiske, nye tiltak for å holde rentene lave og stimulere økonomisk vekst. Dette bidro til at uroen i aksje- og rentemarkedene avtok gjennom kvartalet.

I andre kvartal var det tegn til svakere vekst i verdensøkonomien og fornyet frykt for en forverring av den europeiske statsgjeldskrisen. Dette reduserte på nytt investorenes risikovilje. Flere sentrale institusjoner senket sine vekstanslag etter svakere utvikling enn ventet i både Europa, USA og Kina. Kinesiske myndigheter opplyste i april at landets økonomiske vekst falt til vel 8 pst. i første kvartal, det laveste nivået på nesten tre år. Samtidig vekket svakere vekstutsikter i Europa bekymring for lavere etterspørsel etter kinesiske produkter i Kinas største eksportmarked. OECD advarte i mai om mulige alvorlige konsekvenser for verdensøkonomien dersom myndighetene ikke gjennomførte tiltak for å stimulere veksten og hindre en spredning av gjeldskrisen. Spania og Kypros ble i juni henholdsvis det fjerde og femte eurolandet siden 2010 som måtte be om finansiell støtte fra myndighetene i euroområdet og IMF. Aksjemarkedene falt betydelig gjennom kvartalet som følge av den økte usikkerheten. Rentene på statsobligasjoner fra blant annet USA, Tyskland og Storbritannia falt til rekordlave nivåer, drevet av stigende etterspørsel fra investorer som søkte sikrere plasseringer. Rentene på statsobligasjoner fra Italia og Spania, euroområdet tredje og

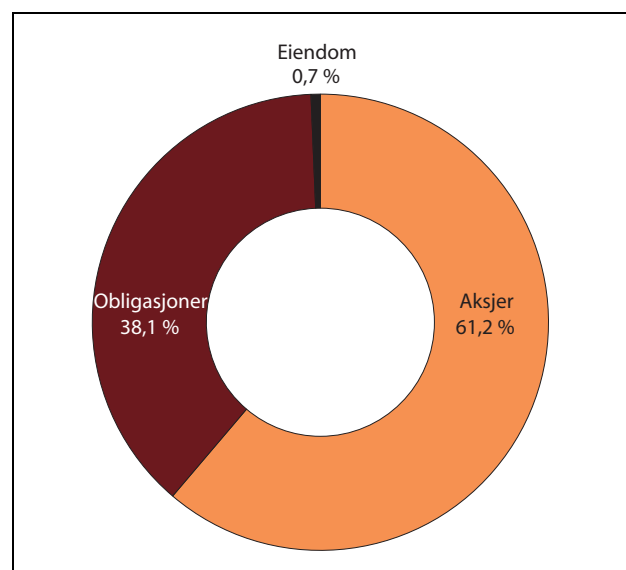
fjerde største økonomier, gikk til gjengjeld opp på grunn av økende frykt for mislighold av landenes gjeld.

I juli uttalte sentralbanksjefen i ESB at banken ville bruke alle midler på å nedkjempe statsgjeldskrisen i Europa og redde euroen. En rekke andre sentralbanker, inkludert den amerikanske og kinesiske, annonserte i andre halvår flere tiltak for å holde aktiviteten oppe. Frykten for at den økonomiske veksten i Kina ville stagnere avtok også i andre halvår. Dette bidro til at aksjemarkedene steg betydelig gjennom andre halvår 2012.

Slutten av fjoråret var preget av den utfordrende budsjettssituasjonen i USA.

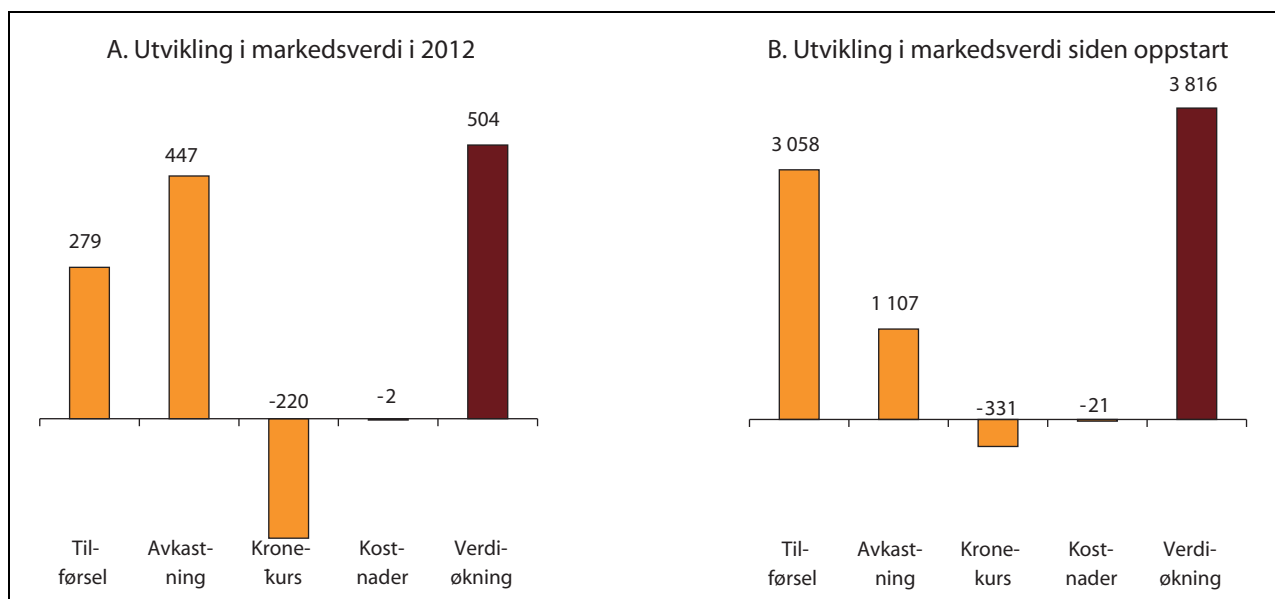
4.1.2 Fondets markedsverdi

Ved utgangen av 2012 var markedsverdien av SPU 3 816 mrd. kroner. Kapitalen var fordelt på 2 336 mrd. kroner i aksjer, 1 455 mrd. kroner i obligasjoner og 25 mrd. kroner i eiendom, jf. figur 4.1. Andelen aksjer i referanseindeksen økte gjennom året på grunn av høyere avkastning i aksjemarkedet enn i obligasjonsmarkedet. Reglene for rebalansering tillater at aksjeandelen i referanseindek-



Figur 4.1 Fordeling av faktiske investeringer i SPU ved utgangen av 2012. Prosent

Kilde: Norges Bank.



Figur 4.2 Utviklingen i SPU's markedsverdi i 2012 og siden oppstart av fondet i 1996. Milliarder kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

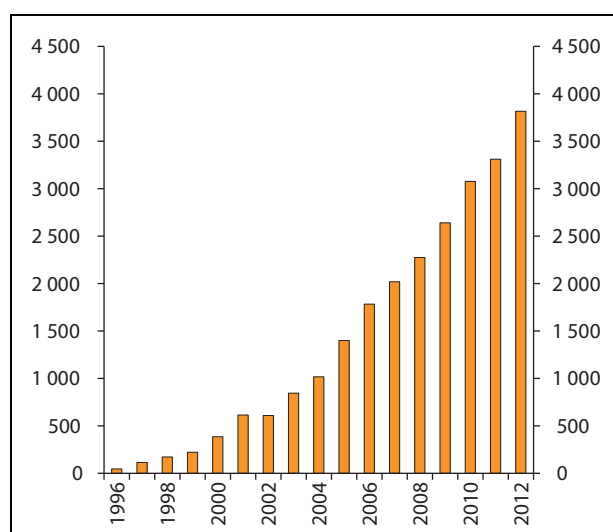
sen varierer mellom 56 pst. og 64 pst. som følge av at aksje- og obligasjonsmarkedet utvikler seg forskjellig. Når aksjeandelen i referanseindeksen går utenfor dette intervallet, sørger rebalanseringsreglene for at aksjeandelen bringes tilbake til 60 pst. Reglene for rebalansering ble beskrevet i kapittel 5 i Nasjonalbudsjettet 2013.

I løpet av 2012 økte markedsverdien av SPU med 504 mrd. kroner. Figur 4.2 viser endringen i markedsverdien målt i kroner i 2012 og siden oppstarten i 1996, fordelt på tilførsel, avkastning, endringer i kronekursen samt kostnader ved forvaltningen. Siden fondet ble opprettet i 1996 er det tilført til sammen 3 058 mrd. kroner, mens samlet avkastning i valuta før fradrag for forvaltningskostnader tilsvarer 1 107 mrd. kroner. Kronen har styrket seg i perioden, og det har redusert verdien av fondet målt i norske kroner med 331 mrd. kroner. Figur 4.3 viser verdiutviklingen av fondet siden oppstart.

Av det tilførte beløpet i 2012 på 279 mrd. kroner gikk om lag 2,5 mrd. kroner til å dekke forvaltningskostnadene for SPU i 2011. Av det resterende beløpet ble om lag 56 pst. investert i aksjer. Videre ble 39 pst. investert i obligasjoner, mens det ble handlet eiendom for 5 pst. Finansdepartementet gjorde i 2012 flere endringer i strategien for SPU, jf. Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011. Endringene innebærer at andelen europeiske verdipapirer over tid skal reduseres noe, mens andelen verdipapirer fra framvoksende markeder skal økes, jf.

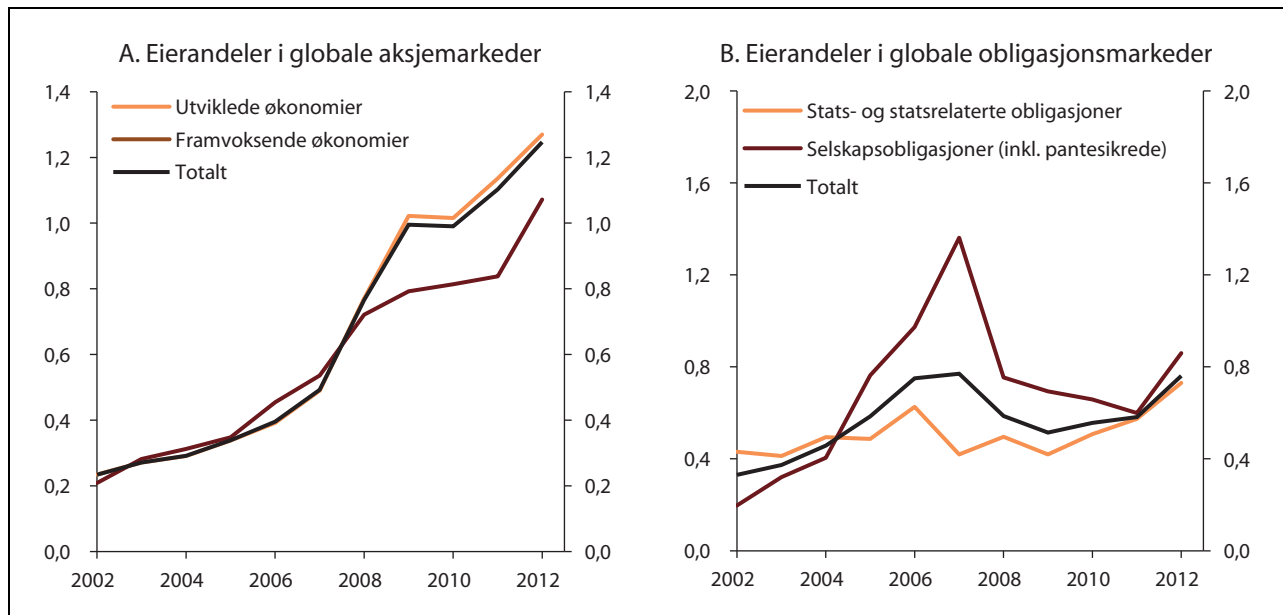
omtale i avsnitt 2.1. Som en følge av disse endringene ble om lag 40 pst. av den tilførte kapitalen i 2012 investert i framvoksende markeder.

Ved utgangen av 2012 eide SPU i gjennomsnitt om lag 1,2 pst. av det globale noterte aksjemarkedet, målt ved markedsverdien av aksjeindeksen FTSE Global All Cap, jf. figur 4.4. Eierandelene var størst i utviklede markeder, men endringene i strategien bidro til å øke eierandelen i framvoksende markeder til om lag 1,1 pst., fra 0,8 pst. ved utgangen av 2011. Eierandelene i de globale obli-



Figur 4.3 Utviklingen i markedsverdien til SPU. 1996–2012. Milliarder kroner

Kilde: Norges Bank.



Figur 4.4 SPU's eierandeler i verdens aksje- og obligasjonsmarkeder, 2002–2012. Prosent

Kilde: Norges Bank.

gasjonsmarkedene var om lag $\frac{3}{4}$ pst., målt som andel av markedsverdien av obligasjonsindekser utarbeidet av Barclays Capital.

I løpet av 2012 kjøpte fondet eiendommer i Storbritannia, Sveits og Frankrike for drøyt 11 mrd. kroner, i hovedsak fordelt på kontorer og kjøpesenter. I tillegg har fondet inngått avtale om å kjøpe to kontorbygninger i Tyskland for om lag 2,8 mrd. kroner, samt å kjøpe seg inn i en portefølje med 195 logistikkeiendommer i 11 europeiske land for om lag 8,9 mrd. kroner.

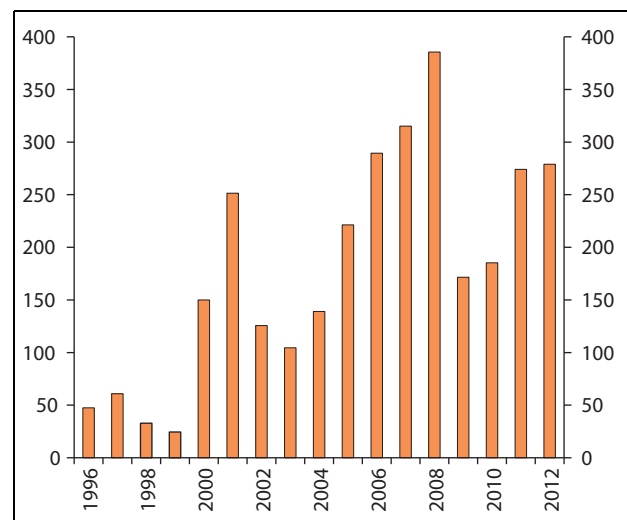
Ekstern forvaltning

Ved utgangen av 2012 var 3,9 pst. av SPU forvaltet av eksterne forvaltere, mot 4,4 pst. ett år tidligere. Resten av kapitalen 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.

Effekt av tilførsler

Figur 4.5 viser at de årlige tilførslerne til SPU har variert betydelig. Siden 1996 har det vært en tendens til at økende oljepris har gått sammen med oppgang i aksjemarkedet. Oljeprisen har igjen vært

avgjørende for størrelsen på tilførslene til SPU. I denne perioden har det derfor vært en tendens til at tilførslene til SPU har vært store i år hvor aksjemarkedet har vært relativt høyt priset, og tilsvarende mindre når aksjemarkedet har vært relativt lavt priset. Denne utviklingen kan isolert sett ha bidratt til at fondets kjøp av verdipapirer har økt i perioder med stigende aksjemarkeder. På den annen side har reglene for rebalansering av referanseindeksen bidratt til at fondet har kjøpt aksjer i perioder som i ettertid har vist seg å være gunstige.



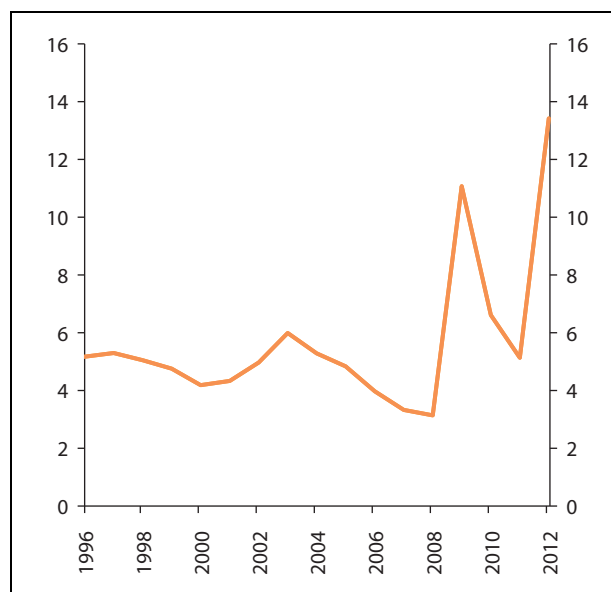
Figur 4.5 Årlige tilførsler til SPU, 1996–2012. Milliarder kroner

Kilde: Finansdepartementet.

Figur 4.6 viser gjennomsnittlig årlig avkastning på tilført kapital i hvert av årene siden 1996. Det framgår at kapitalen som ble tilført på 1990-tallet har hatt en årlig avkastning før fradrag for forvaltningskostnader fram til og med 2012 på om lag 5 pst. Midlene som ble tilført i årene 2007 og 2008 har hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning i perioden til og med 2012 på i overkant av 3 pst. Disse midlene har altså opprettholdt sin kjøpekraft med god margin til tross for at de ble investert rett før og under finanskrisen. Midlene som ble tilført i årene etter 2008 har hatt høyere avkastning. Utslagene de siste årene er størst. Det skyldes blant annet at kapitalen bare har vært investert i noen få år.

4.1.3 Avkastning

I rapporteringen av avkastningen av fondets investeringer legges det størst vekt på utviklingen målt i fondets valutakurv, jf. boks 4.1. Investeringene i SPU er rettet inn mot å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft innenfor et moderat nivå på risiko. Endringer i kronekursen kan i enkelte år ha stor



Figur 4.6 Gjennomsnittlig årlig avkastning av SPU for tilførte midler fra hvert enkelt år fram til og med 2012. 1996–2012. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Boks 4.1 Avkastning målt i fondets valutakurv og i norske kroner

Fondskapitalen i SPU utgjør hoveddelen av statens sparing. Fondets kroneverdi er derfor relevant for statens økonomi isolert sett. For eksempel er utgangspunktet for handlingsregelen at overføringene 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 salg av olje og gass. Store deler av overskuddene tilfaller staten, og det meste spares i SPU. Fondet spiller derfor en viktig rolle for den nasjonale sparingen.

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

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. Fondets valutakurv er en sammenvektning av de valutaer som inngår i referanseindeksen for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer, for tiden til sammen 36 valutaer.

Kronen har styrket seg de seneste årene både nominelt og reelt. Kronestyrkingen har funnet sted i en periode med innfasing av oljeinntekter og høy aktivitet i petroleumssektoren. På lang sikt vil inflasjonen i Norge trolig utvikle seg om lag som i andre land. Kronen vil ikke kunne stige vedvarende. På lang sikt, når betydningen av oljevirkosomheten avtar, må vi tvert imot vente et nominelt og reelt fall i verdien av vår valuta, jf. drøfting i Meld. St. 12 (2012–2013) Perspektivmeldingen 2013, avsnitt 4.6.2.

Tabell 4.1 Avkastning av SPU i 2012, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2012. Målt i fondets valutakurv og før fradrag for forvaltningskostnader. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2012
<i>SPU inkl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	13,42	6,61	3,14	5,99	5,05
Inflasjon	1,95	2,26	2,00	2,15	1,92
Forvaltningskostnader	0,06	0,08	0,10	0,10	0,09
Netto realavkastning	11,18	4,17	1,02	3,66	2,97
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	13,45	6,62	3,15	6,00	5,05
Referanseindeks	13,24	6,26	3,14	5,79	4,78
Meravkastning	0,21	0,36	0,01	0,20	0,27
<i>Aksjeforføljen</i>					
Faktisk portefølje	18,06	6,85	-0,59	7,52	4,43
Referanseindeks	17,54	6,65	-0,59	7,09	3,94
Meravkastning	0,52	0,20	0,01	0,42	0,49
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	6,68	5,93	5,87	4,93	5,37
Referanseindeks	6,97	5,33	5,44	4,70	5,16
Meravkastning	-0,29	0,60	0,43	0,23	0,21
<i>Eiendomsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	5,77				

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

effekt på fondets verdi målt i norske kroner, men påvirker ikke fondets internasjonale kjøpekraft.

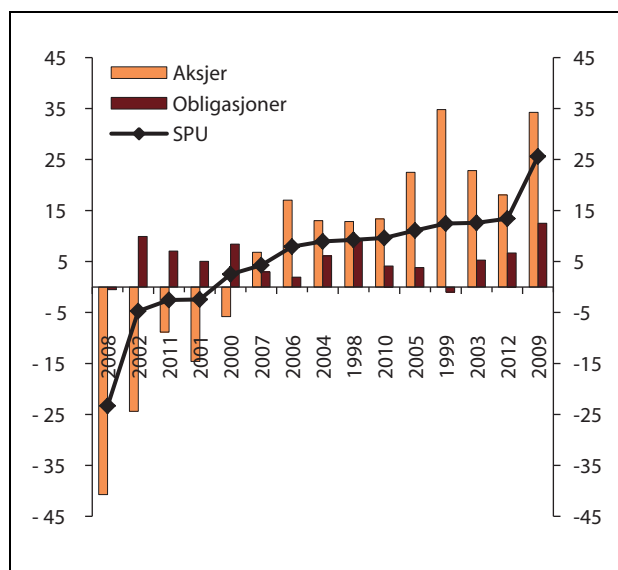
Totalporteføljen

SPU fikk en samlet avkastning på 13,4 pst. i 2012, målt i fondets valutakurv og før fradrag for forvaltningskostnader, jf. tabell 4.1. Dette var det nest beste resultatet i fondets historie, jf. figur 4.7. Sterk utvikling i aksjemarkedet bidro til det gode resultatet, samtidig som avkastningen i obligasjonsmarkedet var høy. Fondets avkastning sammenliknes med en referanseindeks som Finansdepartementet har fastsatt. Samlet sett oppnådde Norges Bank i 2012 en avkastning som var 0,2 prosentenheter

bedre enn avkastningen av referanseindeksen. Forvaltningskostnadene reduserte fondets samlede avkastning med 0,06 prosentenheter.

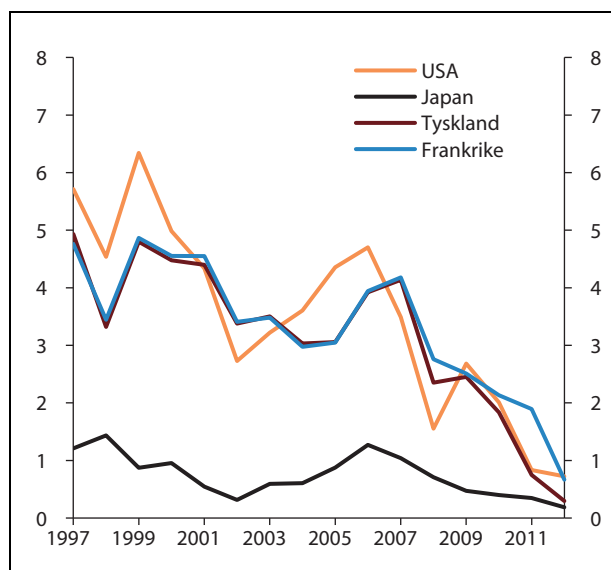
Siden 1998 har det vært positiv avkastning i 11 av 15 år og kun ett år (2008) med betydelig negativ avkastning. Vedlegg 1 viser avkastningen målt i norske kroner og i enkelte andre valutaer. I 2012 var avkastningen av SPU 6,7 pst. målt i norske kroner.

Siden 1. januar 1998 har gjennomsnittlig årlig avkastning av SPU vært 5,0 pst. målt i valutakurven, mens avkastningen i norske kroner har vært 4,3 pst. Målt i amerikanske dollar har avkastningen vært 6,2 pst.



Figur 4.7 Årlig nominell avkastning av SPU sortert etter størrelse. Målt i fondets valutakurv og før fradrag for forvaltningskostnader. 1998–2012. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.8 Rente på 5-års statsobligasjoner fra utvalgte land. 1997–2012. Prosent

Kilde: Thomson Reuters EcoWin.

Aksjer

Aksjeporteføljen oppnådde i fjor en avkastning på 18,1 pst. Redusert usikkerhet om finansieringen av stater i euroområdet og europeiske banker ga økt etterspørsel etter risikable aktiva. Finanssektoren utgjør en stor andel av det europeiske aksjemarkedet, og sektoren hadde en god markedsutvikling i 2012. Europa var derfor regionen med høyest samlet avkastning i 2012, men også andre regionale markeder hadde høy avkastning.

Obligasjoner

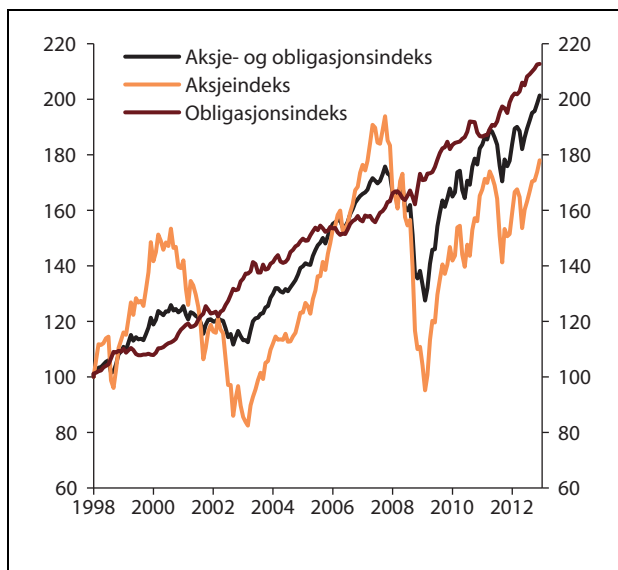
Avkastningen av obligasjonsporteføljen i 2012 var 6,7 pst. Gjennom året falt obligasjonsrentene til et meget lavt nivå, jf. figur 4.8. Når rentene faller, stiger kursen på obligasjoner og bidrar til høyere avkastning.

Økende risikovilje blant investorene medførte størst prisoppgang for pantesikrede obligasjoner og selskapsobligasjoner. Statsobligasjoner oppnådde lavest avkastning, drøyt 4 pst. Avkastningen var likevel god gitt det lave rentenivået ved inngangen til året. Ved utgangen av 2012 var det gjennomsnittlige effektive rentenivået på fondets obligasjoner 1,9 pst. og durasjonen var 5,4 år. Durasjonen er den gjennomsnittlige tiden det tar før en investor mottar hele kontantstrømmen fra en obligasjon. En obligasjonsportefølje med lang durasjon vil være mer utsatt for endringer i rentenivået enn en portefølje med kort durasjon.

Eiendom

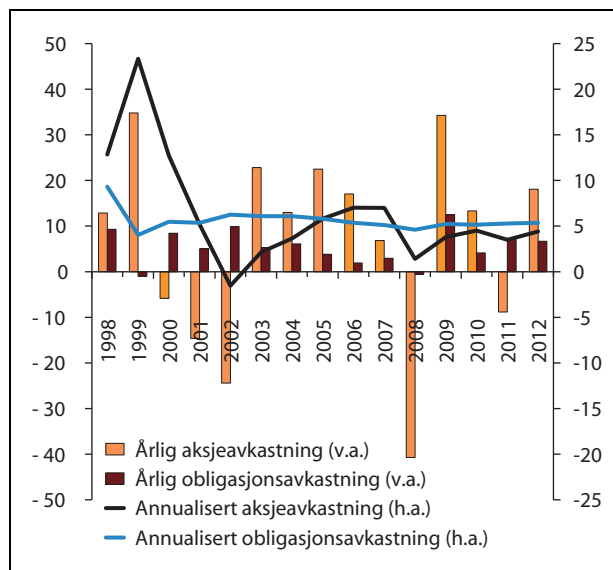
Samlet avkastning av eiendomsinvesteringene i 2012 var 5,8 pst. målt i fondets valutakurv. Netto resultater fra løpende leieinntekter var 4,2 pst. Markedsverdien av enkelte bygg ble oppjustert som følge av en økning i eiendommenes forventede leieinntekter. Dette ga et bidrag på 0,4 prosentenheter til den samlede avkastningen. Transaksjonskostnader ved kjøp av nye eiendommer reduserte resultatet med 0,6 prosentenheter. Avkastningen av hver enkelt eiendom måles i lokal valuta. Eiendomsporteføljens samlede avkastning måles derimot i SPU's valutakurv. Siden fondet kun har eiendommer i noen få land, kan endringer i valutakursene i vesentlig grad påvirke den samlede avkastningen. I 2012 bidro endringene i valutakurser til å øke avkastningen av eiendomsporteføljen målt i fondets valutakurv med om lag 1,8 prosentenheter.

Det tar lang tid for indeksleverandørene å utarbeide avkastningstall for unotert eiendom i Europa. England er et av de markedene hvor avkastningen foreligger først, og data fra indeksleverandøren IPD viser at avkastningen i det britiske markedet var i overkant av 3 pst. i 2012. I de øvrige landene i Europa hvor indeksen forelå ved inngangen til april, var avkastningen i gjennomsnitt i underkant av 5 pst. Hovedbildet er at det har vært en svak verdinedgang på eiendom gjennom 2012. Løpende leieinntekter bidro til at avkastningen likevel ble positiv.



Figur 4.9 Utvikling i referanseindeksene til SPU. 1998–2012. Indeks. 31.12.1997 = 100

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.10 Avkastning av aksje- og obligasjonsporteføljen i SPU over tid. Målt i fondets valutakurv. 1998–2012. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

IPD har på oppdrag fra Finansdepartementet utarbeidet en rapport om avkastningen av eiendomsinvesteringene i SPU. I denne rapporten sammenliknes blant annet avkastningen av SPUs eiendomsportefølje med en indeks fra IPD. Rapporten er tilgjengelig på internettssidene til departementet (www.regjeringen.no/SPF).

I forvaltningen av eiendomsportalen skal banken innenfor miljøområdet vektlegge hensyn til blant annet energieffektivitet, vannforbruk og avfallshåndtering. Norges Bank er ennå i en tidlig fase av forvaltningen av eiendom og porteføljen er i en oppbyggingsfase. Etter hvert som eiendomsinvesteringene får et visst omfang er det naturlig at banken rapporterer om hvordan hensynene innenfor miljøområdet er ivaretatt.

Resultater i aksjer og obligasjoner over tid

Siden januar 1998 har obligasjoner gjennomgående hatt noe høyere avkastning enn aksjer. Dette gjelder både for referanseindeksene til fondet, jf. figur 4.9, og for den faktiske avkastningen i fondet, jf. figur 4.10. Norges Banks årsrapport for SPU viser samtidig at avkastningsbidraget for aksjer siden 1996 tilsvarer 579 mrd. kroner. Avkastningsbidraget fra obligasjoner er 528 mrd. kroner. Nivået på obligasjonsrentene har falt i denne perioden, noe som har bidratt positivt til den høye avkastningen av obligasjoner. I den samme perioden har selskapenes overskudd økt,

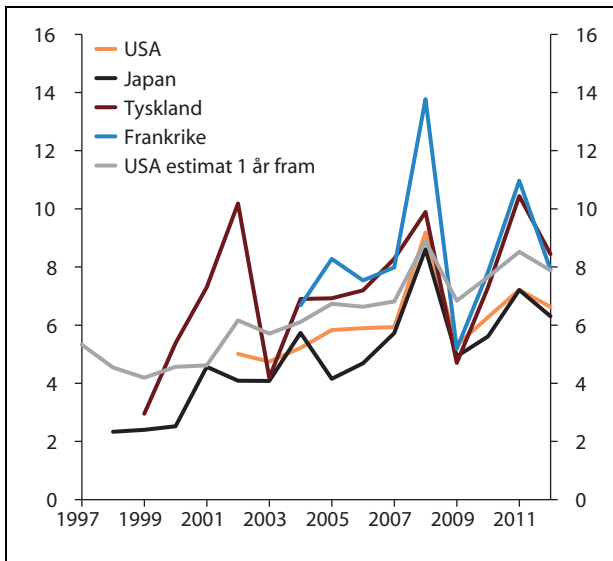
målt i forhold til aksjekursene, jf. figur 4.11. En mulig årsak til dette er at forventningene til framtidig vekst i overskuddene er nedjustert, noe som reduserer investorenes betalingsvillighet for aksjene. En annen mulighet er at investorene mener at usikkerheten om framtidige overskudd har økt og derfor krever en høyere risikopremie enn før for å investere i aksjer. En høyere risikopremie medfører høyere forventet avkastning på aksjer framover.

Relativ avkastning

Norges Bank skal, innenfor mandatet fra Finansdepartementet, søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i fondets valutakurv.

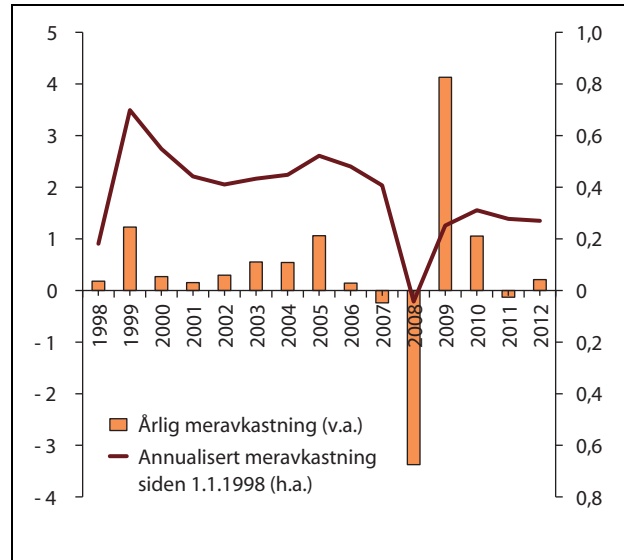
Avkastningen av fondets investeringer sammenliknes med avkastningen av fondets referanseindeks. Samlet sett oppnådde Norges Bank i 2012 en avkastning før fradrag for kostnader som var 0,2 prosentenheter bedre enn avkastningen av referanseindeksen. Departementet har tidligere beskrevet at meravkastning før fradrag for forvaltningskostnader kan ses på som et anslag på netto verdiskaping fra den aktive forvaltningen, jf. Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009.

Avkastningen av aksjeporteføljen var 0,52 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Norges Bank plasserer faktisk portefølje slik at den kan ha høyere eller lavere



Figur 4.11 Gjenomsnittlig overskudd de siste 12 månedene i forhold til markedsverdi. Aksjemarkeder i utvalgte land. 1997–2012. Prosent

Kilde: Thomson Reuters EcoWin.



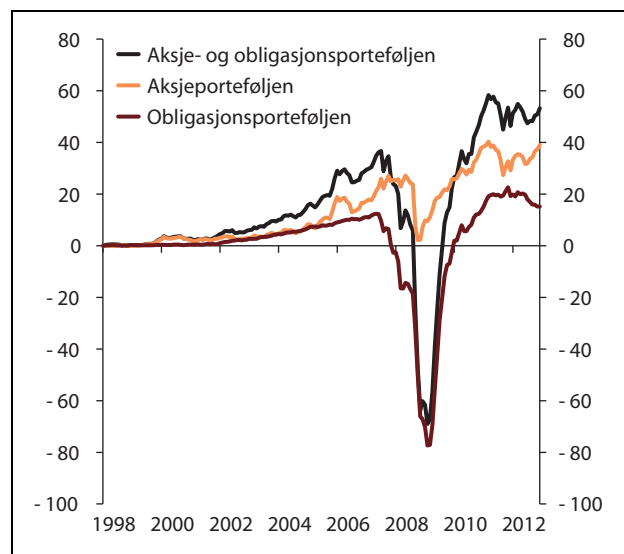
Figur 4.12 Utvikling i brutto meravkastning i SPU over tid. 1998–2012. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

andeler i enkeltaksjer enn referanseindeksen. Slike over- og undervekter i enkeltaksjer bidro til meravkastning i aksjeporteføljen. Meravkastningen skyldtes i liten grad over- og undervekter av land og sektorer.

Avkastningen av fondets obligasjonsinvesteringer var 0,29 prosentenheter lavere enn referanseindeksens avkastning. En overvekt mot statsgjeld fra framvoksende land sammenliknet med referanseindeksen, samt undervekt mot amerikanske selskapsobligasjoner, bidro til det negative resultatet. Obligasjonene i fondet hadde i gjennomsnitt noe kortere durasjon enn obligasjonene i referanseindeksen. Fondet tjente derfor mindre enn referanseindeksen på fallende renter gjennom året. Overvekt mot statsrelaterte obligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett utstedt i euro bidro positivt. Se også omtale av bankens interne operative referanseporteføljer, avsnitt 4.1.7.

Siden 1. januar 1998 har Norges Bank i gjennomsnitt oppnådd en brutto meravkastning per år på 0,27 prosentenheter, jf. figur 4.12. Departementet har beregnet at brutto meravkastning for fondet i perioden fra januar 1998 til desember 2012 totalt tilsvarer om lag 53 mrd.¹ kroner, jf. figur 4.13.



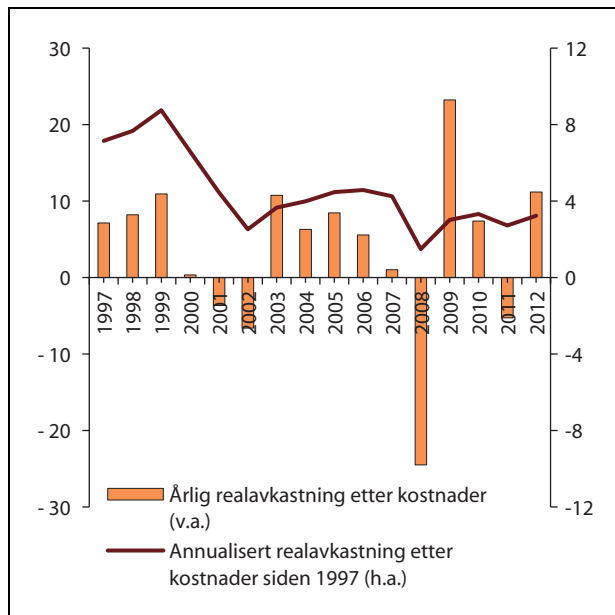
Figur 4.13 Samlet meravkastning i SPU. 1998–2012. Milliarder kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Realavkastning

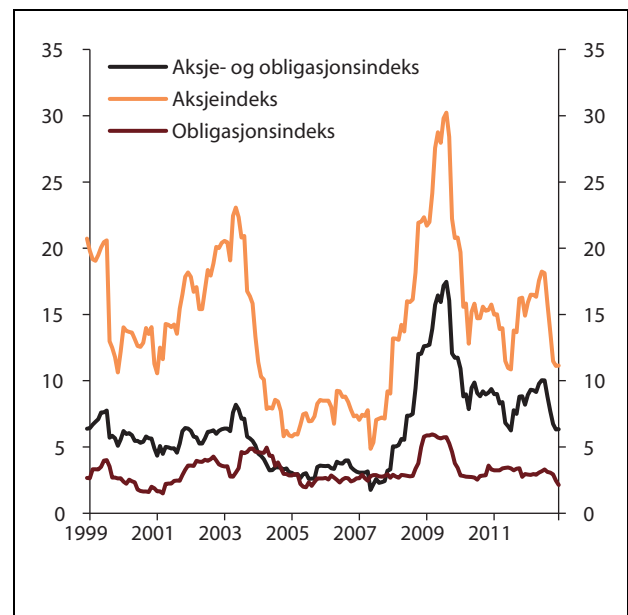
Avkastningen av SPU i 2012 etter fradrag for forvaltningskostnader og inflasjon, netto realavkastning, var 11,2 pst., jf. figur 4.14. I perioden januar 1997 til desember 2012 var gjennomsnittlig årlig netto realavkastning 3,2 pst. Målt fra januar 1998 har gjennomsnittlig årlig netto realavkastning

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



Figur 4.14 Realavkastning av SPU over tid, målt i fondets valutakurv, 1997–2012. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.15 Utvikling i 12 måneders rullerende standardavvik til SPU's referanseindekser, 1999–2012. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

vært 3,0 pst. Dette er 0,5 prosentenheter høyere enn tilsvarende tall ved utgangen av 2011.

Departementet har lagt fram analyser av langsiktig realavkastning av SPU i flere meldinger til Stortinget, senest i Meld. St. 17 (2011–2012). Anslag på framtidig realavkastning er forbundet med stor usikkerhet. Dimson m.fl. (2013) argumenterer for at markedspriser gir det beste anslaget på framtidig realavkastning av renteinstrumenter. På bakgrunn av dagens rentenivåer anslår de i sin årbok for 2013 en realavkastning av obligasjoner de neste 20 årene nær null.

OECD la i fjor fram langsiktige og mellom- langsiktige utviklingsbaner for global økonomisk vekst, jf. OECD Economic Outlook No. 91 fra mai 2012. I OECDs modeller varierer realrenter med den økonomiske utviklingen og bestemmes blant annet av inflasjonsmål og potensialet for økonomisk vekst. OECD modellerer flere utviklingsbaner. I deres referansebane øker realrentene framover mot 2030 til nivåer som er på linje med departementets langsiktige avkastningsanslag.

4.1.4 Risiko og rammer

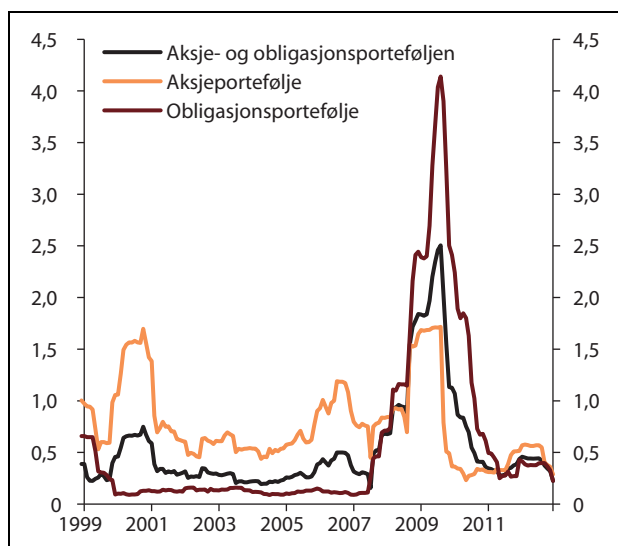
Risikoen i fondet

Standardavvik er et statistisk mål på risiko. Basert på forenklete antakelser om normalfordeling av

avkastning over tid, kan standardavviket brukes til å si noe om forventede normale svingninger i fondets verdi. Standardavvik er for eksempel benyttet i modellberegninger av avkastning og risiko fram i tid, jf. Meld. St. 10 (2009–2010). Standardavviket for fondets årlige realavkastning er beregnet til om lag 10 pst. Med utgangspunkt i en fondsstørrelse på nær 4 000 mrd. kroner og forenklete forutsetninger om normalfordeling, betyr et standardavvik på 10 pst. at svingningene i fondets realavkastning vil tilsvare inntil +/- 400 mrd. kroner i to av tre år. I ett av tre år vil svingningene være større. Historisk har utslagene vært større enn det som følger av antakelser om normalfordeling. I 2008 var realavkastningen av fondets investeringer -24,5 pst. Med dagens verdi av fondet tilsvarer det om lag -1 000 mrd. kroner.

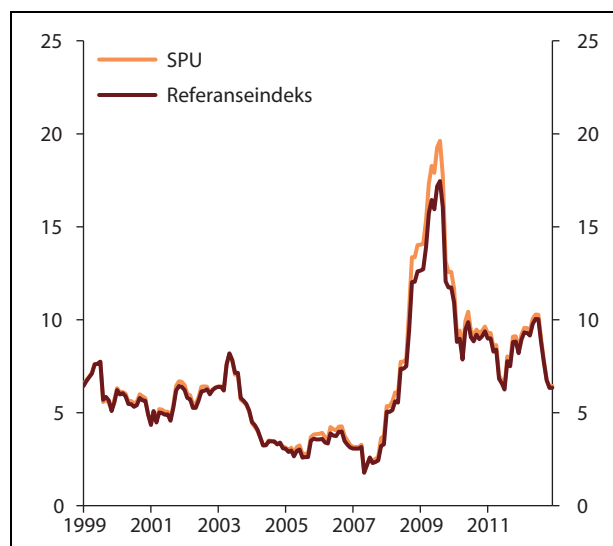
Figur 4.15 viser hvordan standardavviket til SPU's referanseindekser har utviklet seg siden 1998. I figuren er standardavviket på hvert tidspunkt beregnet for avkastningen de foregående 12 månedene. Figuren viser at risikoen målt på denne måten økte noe i første halvår 2012, for deretter å falle betydelig utover i andre halvår. Det var utviklingen i aksjemarkedet som i størst grad påvirket samlet risiko for fondet. Risikoen i obligasjonsmarkedet endret seg kun i liten grad gjennom 2012, men falt noe mot slutten av året.

Ved utgangen av 2012 var den målte risikoen både for aksjer og for obligasjoner på lave nivåer



Figur 4.16 Rullerende 12 måneders realisert relativ volatilitet i SPU's aksje- og obligasjonsporteføljer, samt for fondet totalt. 1999–2012. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.17 Rullerende 12 måneders standardavvik i SPU's faktiske portefølje og i referanseindeksen. 1999–2012. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

sammenliknet med historisk utvikling slik det fremgår av figur 4.15 og departementets langsiktige forventninger.

Relativ risiko

I mandatet for SPU er det fastsatt retningslinjer for avkastningsavvik mellom faktisk portefølje og den porteføljen som følger av referanseindeksen.

Forventet relativ volatilitet er et statistisk mål på hvor store svingningene kan ventes å være i forskjellen 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 pst. Gitt visse forutsetninger om normalfordeling innebærer dette at en kan forvente at avkastningsforskjellen mellom fondet og referanseindeksen i to av tre år er inntil 1 prosentenheter. I et av tre år vil den forventede forskjellen 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 til Norges Bank. Det kan også 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 den aktive forvaltningen. Erfaringene fra 2008 og 2009 er et eksempel på det.

Metoden for å beregne relativ volatilitet fastsettes av Norges Bank. Metoden godkjennes av departementet. Ifølge Norges Bank var forventet relativ volatilitet gjennom 2012 godt under 1 prosentenhet, og ble beregnet til 0,5 prosentenheter ved utgangen av året.

Rammen for relativ risiko i mandatet for SPU gjelder forventede avvik fram i tid. I ettertid kan det være nyttig å se om de faktiske avvikene gir samme bilde. Figur 4.16 viser utviklingen i 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. Figuren gir det samme bildet som Norges Banks beregninger av forventet relativ volatilitet. Den faktiske relative volatiliteten i 2012 var 0,2 prosentenhet basert på månedlige observasjoner.

Figur 4.17 viser utviklingen i standardavviket for fondet og for referanseindeksen. 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 den målte risikoen i fondet var høyere enn i indeksen. Figuren viser at det i all hovedsak er risikoen i referanseindeksen som er avgjørende for den totale risikoen i fondet. Den aktive forvaltningen gir kun et mindre bidrag. Gjennom 2012 har risikoen i fondet vært noe høyere enn risikoen i referanseindeksen.

Tabell 4.2 Absolutte og relative risikomål for SPU. Årlige tall basert på månedlige observasjoner. Januar 1998–desember 2012

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2012
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	6,44	8,25	11,31	8,44	7,74
Relativ volatilitet (pst.)	0,22	0,37	1,20	0,89	0,77
Skjevhet ¹	-1,31	-0,21	-0,74	-1,07	-0,95
Kurtose ²	5,62	2,56	4,28	7,10	6,83
Informasjonsrate ³	0,95	0,99	0,01	0,23	0,36
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	11,25	14,29	19,11	15,09	15,94
Relativ volatilitet (pst.)	0,29	0,40	0,84	0,80	0,87
Skjevhet	-1,53	-0,26	-0,58	-0,86	-0,75
Kurtose	6,28	2,79	3,70	5,26	4,18
Informasjonsrate	1,80	0,49	0,01	0,52	0,56
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	2,08	2,72	4,27	3,70	3,50
Relativ volatilitet (pst.)	0,22	0,49	1,96	1,40	1,16
Skjevhet	0,24	-0,53	-0,63	-0,49	-0,45
Kurtose	3,06	4,42	4,36	4,40	4,23
Informasjonsrate	-1,27	1,24	0,22	0,16	0,18

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 risikojustert mål som forteller hvor mye meravkastning en forvalter har oppnådd målt mot den aktive risikoen (relativ volatilitet).

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Hvor stor meravkastning Norges Bank har mulighet til å skape i den aktive forvaltningen av SPU avhenger blant annet av hvor store avvik som tillates relativt til referanseindeksen. Oppnådd meravkastning i forhold til relativ volatilitet kalles informasjonsrate og er et uttrykk for den risikojusterte meravkastningen av investeringene. Med en forventet meravkastning på om lag ¼ prosentenhet, og en relativ volatilitet på under 1 prosentenhet, burde forventet informasjonsrate over tid bli vel ¼. I perioden 1998–2012 opp-

nådde Norges Bank en informasjonsrate på i underkant av 0,4. I samme periode var informasjonsraten i aksjeporteføljen i underkant av 0,6, mens den i obligasjonsporteføljen var 0,2, jf. tabell 4.2. De beregnede informasjonsratene viser at Norges Bank har oppnådd en meravkastning på linje med forventningen på om lag ¼ prosentenhet samtidig som den målte relative risikoen har vært lavere enn rammen på 1 pst. Resultatet er en risikojustert meravkastning som er høyere enn forventet.

Kredittrisiko

Alle obligasjonene som inngår i referanseindeksen til SPU er tilordnet en kredittkarakter av minst ett av de store kredittvurderingsbyråene. Formålet med en kredittkarakter er å indikere hvor sannsynlig det er at låntaker vil klare å betale rentekostnadene og tilbakebetale lånet. Andelen obligasjoner med karakteren A eller lavere økte i 2012 til 29 pst., fra 20 pst. ved utgangen av 2011. Økningen må blant annet ses i sammenheng med at Finansdepartementet i 2012 utvidet referanseindeksen med statsobligasjoner fra framvoksende markeder.

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 at Norges Bank ikke umiddelbart må selge obligasjoner som får redusert sin kredittkarakter. Ved utgangen av 2012 rapporterte Norges Bank at andelen av obligasjonsporteføljen som var klassifisert som høyrenteobligasjoner var 0,7 pst., mot 1,1 pst. ved inngangen til året.

Enkeltinvesteringer

Fondets rolle er å være en finansiell investor. Det er et mål å spre risikoen på mange ulike verdipapirer. Departementet har derfor fastsatt en bestemmelse om at fondet maksimalt kan eie 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i et enkelt selskap. Ved utgangen av 2012 var den største eierandelen i et enkelt selskap 9,5 pst. Fondets største investering i et enkelt selskap hadde en markedsverdi på 30 mrd. kroner.

Ved utgangen av 2012 eide fondet aksjer i drøyt 7 400 selskaper, ned fra om lag 8 000 selskaper ett år tidligere. Se nærmere omtale av fondets eierandeler i avsnitt 4.4.2

Rammer satt av Norges Bank

I tillegg til kravene over skal hovedstyret i Norges Bank sette ytterligere rammer for å styre og begrense risikoen i forvaltningen av SPU. Endringer i rammene skal legges fram for Finansdepartementet før de trer i kraft. Rammene gjelder for minste sammenfall mellom porteføljen og faktisk referanseindeks, kreditttrisiko² både på enkeltut-

stedernivå og på porteføljenivå, likviditetsrisiko³, motpartsrisiko⁴, belåning og rammer for reinvestering av mottatt kontantsikkerhet. Tabell 4.3 viser hvilke grenseverdier hovedstyret har satt for de ulike kategoriene, samt det faktiske nivået ved utgangen av 2012.

Rammer for eiendomsinvesteringene

Ifølge mandatet for forvaltningen av SPU skal Norges Bank plassere inntil 5 pst. av fondet i en eiendomsportefølje. Fondets første investering i uottert eiendom ble gjennomført i 2011, og Norges Bank skal spre investeringene over flere år. Finansdepartementet har fastsatt rammer for fordeling av eiendomsinvesteringene på land og sektorer, jf. tabell 4.4. I tillegg skal hovedstyret i Norges Bank utforme ytterligere rammer for å begrense risikoen i eiendomsinvesteringene, jf. tabell 4.5.

Fra 1. januar 2013 trådte et justert mandat i kraft, jf. kapittel 5. Hovedstyret i Norges Bank har fastsatt nye supplerende rammer som er i henhold til dette mandatet.

Systematiske risikofaktorer

Norges Bank skal ifølge mandatet for SPU søke å innrette forvaltningen slik at den forventede meravkastningen er utsatt for flere systematiske risikofaktorer. Et eksempel på slike risikofaktorer er selskapsstørrelse. Aksjer i små selskaper har hatt en annen og over tid høyere avkastning enn aksjer i store selskaper. Størrelse måles med markedsverdien til selskapets aksjekapital. Et annet eksempel er verdi. Aksjer i selskaper med lav verdsettelse (verdiaksjer) har hatt en annen og over tid høyere avkastning enn aksjer med høy verdsettelse. Verdsettelse kan måles med markedsverdien til selskapets aksjer i forhold til fundamentale størrelser som selskapets bokførte egenkapital, overskudd, salg eller utbytte. I avsnitt 2.2 er det gitt en nærmere omtale av systematiske risikofaktorer. Hvor avhengig fondets avkastning er av utviklingen i slike faktorer kan analyseres ved å sammenlikne variasjoner i mer-

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 Likviditetsrisiko er risikoen for at investor ikke får solgt verdipapirer når en ønsker på grunn av manglende likviditet i markedet.

⁴ Motpartsrisiko er risikoen for at en bank eller en annen kontraktsmotpart ikke kan oppfylle sine forpliktelser, som for eksempel å utbetale verdien av en derivatkontrakt når denne skal gjøres opp.

Tabell 4.3 Rammer for SPU fastsatt av hovedstyret i Norges Bank. Prosent

Risiko	Grenser	Faktisk per 31.12.2012
Motpartsrisiko	Maksimalt 0,5 pst. for en enkelt motpart	0,2
Kredittrisiko	En enkelt utsteder av obligasjoner med lavere kredittvurdering enn kategori Baa3/BBB- kan maksimalt utgjøre 1 pst. av renteinvesteringene	0,1
Sammenfall mellom faktiske investeringer og referanseindeksen	Aksjer minimum 60 pst.	85,3
	Obligasjonsutstedere minimum 60 pst.	71,6
Likviditetskrav	Minst 10 pst. i statsobligasjoner utstedt av USA, Storbritannia, Tyskland, Frankrike og Japan	14,9
Belåning	Maksimalt 5 pst. av aksje- og renteinvesteringene	0,0
Verdipapirutlån	Maksimalt 35 pst. av aksje- og renteinvesteringene	3,2
Utstedelse av opsjoner	Maksimalt 2,5 pst. av aksje- og renteinvesteringene	0,0
Innlån av verdipapirer gjennom låneprogrammer	Maksimalt 5 pst. av aksje- og renteinvesteringene	0,0
Investering i et enkelt aksjeselskap	Maksimalt 1 pst. av aksje- og renteinvesteringene	0,8
Midler forvaltet av en enkelt eksternt forvaltningsorganisasjon	Maksimalt 1 pst. av aksje- og renteinvesteringene	0,4

Kilde: Norges Bank.

avkastningen av fondet med variasjoner i meravkastningen fra slike faktorer.

Figur 4.18 viser resultatet av en slik analyse av aksjeporteføljen som er utført av Norges Bank. Analysene indikerer at variasjonen i meravkast-

ningen til aksjeporteføljen de siste to årene har hatt en positiv samvariasjon med avkastningen i små selskaper. I tillegg kunne variasjonen i meravkastningen i aksjeporteføljen i første halvår 2012 i noen grad forklares med variasjonene i den gene-

Tabell 4.4 Rammer for SPUs investeringer i eiendom fastsatt av Finansdepartementet. Prosent

Risiko	Grenser	Faktisk per 31.12.2012
Landfordeling	Frankrike, Storbritannia og Tyskland: Ingen grense	75,8
	Andre land: Inntil 25% av eiendomsinvesteringene	24,2
Sektorfordeling	Kontorbygg: 0–100% av eiendomsinvesteringene	61,0
	Detaljhandel: 0–100% av eiendomsinvesteringene	37,5
	Bolig: 0–25% av eiendomsinvesteringene	0,2
	Industri: 0–25% av eiendomsinvesteringene	0,0
	Øvrig eiendom: 0–25% av eiendomsinvesteringene	1,3

Kilde: Norges Bank.

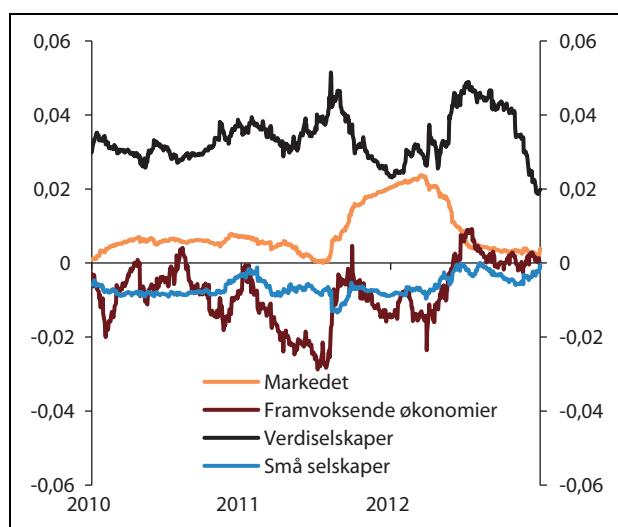
Tabell 4.5 Rammer for SPUs investeringer i eiendom fastsatt av hovedstyret i Norges Bank. Prosent

Risiko	Grenser	Faktisk per 31.12.2012
Investeringer i eiendom under utvikling	Maksimalt 20% av eiendomsinvesteringene	1,2
Investeringer i eiendom som ikke er utleid	Maksimalt 25% av eiendomsinvesteringene	4,9
Investeringer i rentebærende instrumenter	Maksimalt 20% av eiendomsinvesteringene, men ikke over 5 mrd. kroner	0,0
Investeringer i noterte eiendomsaksjer	Maksimalt 20% av eiendomsinvesteringene, men ikke over 5 mrd. kroner	0,0
Gjeldsgrad	Maksimalt 50% av eiendomsinvesteringene	15,6
	Maksimalt 70% for hver investering	56,9
Midler forvaltet av en enkelt ekstern forvaltningsorganisasjon	Maksimalt 15% av eiendomsinvesteringene, men ikke over 5 mrd. kroner	0,0

Kilde: Norges Bank.

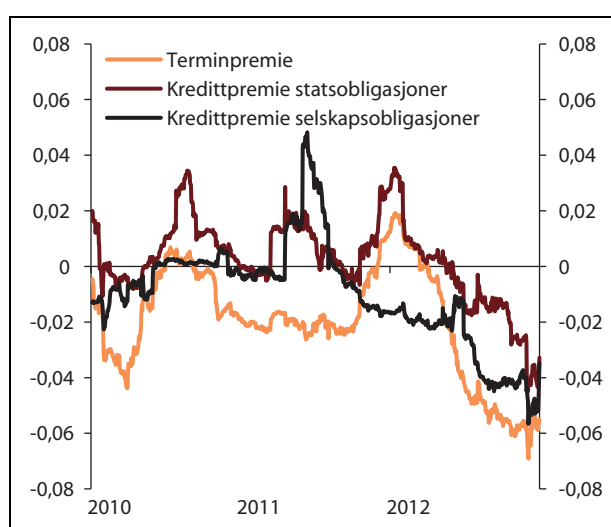
relle utviklingen i aksjemarkedet. For de andre faktorene er det kun mindre utslag. Hvor stor andel av svingningene i meravkastningen som kan forklares av modellen varierer over tid. Ifølge Norges Bank forklarer risikofaktorene som er benyttet i analysen kun om lag 10 pst. av svingningene i meravkastningen i aksjeporteføljen ved utgangen av 2012. Resultatene fra modellen skal derfor tolkes med varsomhet.

Figur 4.19 viser en analyse av systematiske risikofaktorer i obligasjonsporteføljen. Analysen indikerer at obligasjonsporteføljen mot slutten av 2012 var noe mindre utsatt for økninger i obligasjonsrentene enn referanseindeksen. Ifølge Norges Bank kan modellen bare forklare om lag 12 pst. av svingningene i meravkastningen, og resultatene fra modellen skal derfor tolkes med varsomhet.



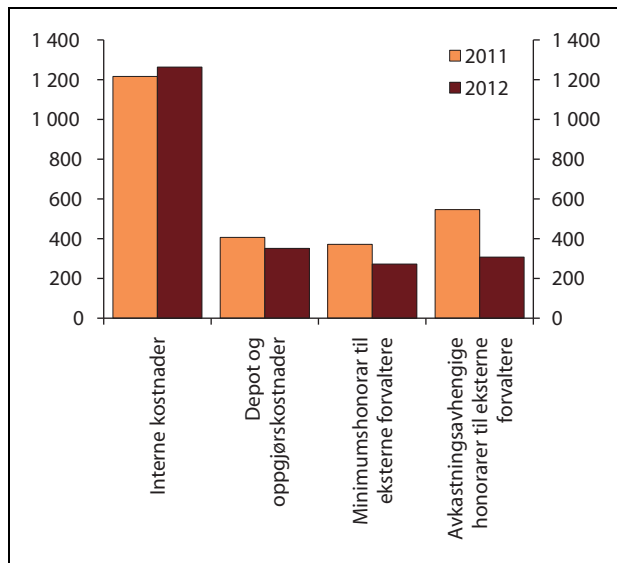
Figur 4.18 Systematisk risiko i aksjeporteføljen. Koeffisienter fra regresjonsanalyse av daglige observasjoner. 2010–2012

Kilde: Norges Bank.



Figur 4.19 Systematisk risiko i obligasjonsporteføljen. Koeffisienter fra regresjonsanalyse av daglige observasjoner. 2010–2012

Kilde: Norges Bank.



Figur 4.20 Kostnader i SPU i 2011 og 2012.
Millioner kroner

Kilde: Norges Bank.

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 2012 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 falt i 2012 til 2,2 mrd. kroner, fra 2,5 mrd. kroner i 2011. Nedgangen skyldes i hovedsak lavere honorarer til eksterne forvaltere, jf. figur 4.20. Forenklinger og reforhandlede avtaler reduserte kostnadene til IT og til oppgjør og verdipapiroppbevaring. Antall ansatte økte fra 315 til 336 i løpet av 2012, noe som førte til økte lønns- og personalkostnader.

Forvaltningskostnadene utenom de avkastningsavhengige honorarene til eksterne forvaltere utgjorde om lag 1,9 mrd. kroner i 2012. Dette tilsvarer 0,05 pst. av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjorde kostnadene 0,061 pst.

Det påløper drifts- og administrasjonskostnader i datterselskaper som er opprettet i forbindelse med eiendomsinvesteringene. I tråd med regnskapsreglene som er fastsatt for Norges Bank, trekkes disse kostnadene fra avkastningen i eiendomsporteføljen og belastes ikke forvaltningskostnadene som banken får dekket av Finansdepartementet. I 2012 utgjorde disse kost-

nadene 45 mill. kroner, men de vil trolig øke framover ettersom eiendomsporteføljen vokser. Fra og med 2013 er det stilt krav om at disse kostnadene skal regnes inn som del av rammen på 9 basispunkter som Norges Bank får dekket fra Finansdepartementet.

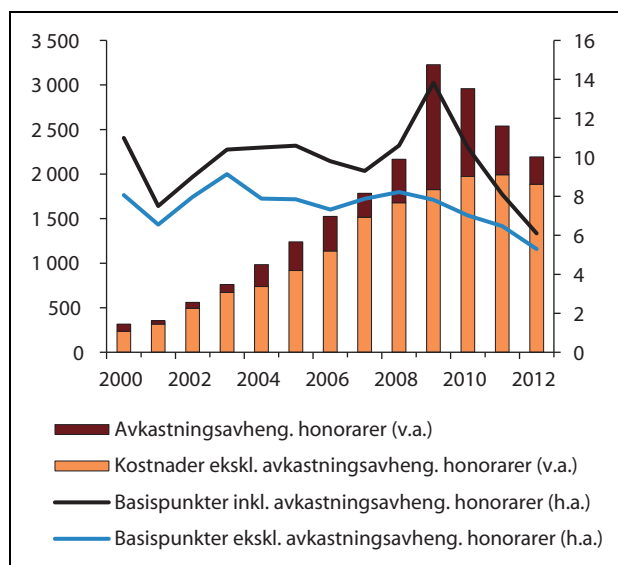
Internasjonal sammenlikning av kostnadene

Selskapet CEM Benchmarking Inc. har sammenliknet fondets kostnader i 2011 med kostnadene i andre fond, jf. rapport offentliggjort på Finansdepartementets nettsider. Sammenlikningen viser at kostnadene i SPU er betydelig lavere enn gjennomsnittet for de andre fondene. En av grunnene til det er at SPU har få investeringer i aktivaklasser hvor kostnadene er høye, som for eksempel unoterte aksjer og eiendom. En annen grunn er at mesteparten av midlene 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

Fram til og med 2009 økte kostnadene i fondet år for år, målt både absolutt og som andel av forvaltningskapitalen. I de siste årene har kostnadene falt, blant annet som følge av at andelen ekstern forvaltning er redusert. Dette har medført at både faste og avkastningsavhengige kostnader til eksterne forvaltere har falt. De interne kostnadene i Norges Bank har imidlertid økt noe, både på grunn av generell lønnsøkning, men også på grunn av flere ansatte. Det har blant annet vært behov for flere årsverk til å investere i eiendom. De interne kostnadene har likevel hatt en lavere vekst enn verdien av fondet, slik at kostnadene som andel av forvaltet kapital har falt, jf. figur 4.21.

Deler av Norges Banks kostnader er i andre valutaer enn norske kroner. Styrkingen av kronen de siste årene har derfor til en viss grad bidratt til at kostnadene målt i norske kroner har falt. Dermed kronen på et tidspunkt svekkes, vil dette isolert sett trekke kostnadene opp. En må også forvente at økte eiendomsinvesteringer bidrar til at forvaltningskostnadene øker mer enn de ellers ville gjort.



Figur 4.21 Utvikling i forvaltningskostnadene i SPU, 2000–2012. Målt i mill. kroner (venstre akse) og i basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 pst.

Kilde: Norges Bank.

4.1.6 Miljørelaterte investeringer

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

I 2012 hadde SPU ti miljørelaterte aksjemandater. Åtte av mandatene var eksternt forvaltet og utgjorde 13 mrd. kroner ved utgangen av året. To av mandatene var forvaltet internt i Norges Bank. Disse utgjorde også 13 mrd. kroner.

Sju av mandatene investerte i selskaper innen fornybar energi og miljørelatert teknologi. Ifølge Norges Bank omfatter dette selskaper som produserer og distribuerer fornybar energi, samt selskaper som utvikler utstyr for slik produksjon. Videre inkluderer de selskaper som utvikler teknologi for effektiv bruk eller distribusjon av energi.

Tre av mandatene var innenfor vannforvaltning og avfallshåndtering. Det inkluderer selskaper som utvikler eller opererer infrastruktur for å rense og distribuere vann. Mandatene omfatter også selskaper som utvikler teknologi for å bedre vannkvalitet, samt selskaper som håndterer og utnytter avfall.

Samlet avkastning av de miljørelaterte investeringene var om lag 9 pst. i 2012, målt i fondets valutakurv.

4.1.7 Operative referanseporteføljer

Norges Bank har etablert såkalte operative referanseporteføljer for aksje- og obligasjonsporteføljene. Referanseporteføljene tar utgangspunkt i den strategiske referanseindeksen fra Finansdepartementet, og avvikene skjer innenfor rammene for såkalt aktiv forvaltning. Avvikene mellom referanseindeksen fastsatt av departementet og de operative referanseporteføljene vil kunne være større og ha en lengre tidshorisont enn det som normalt faller inn under aktiv forvaltning.

Noen av tilpasningene adresserer metodiske svakheter i referanseindeksene, mens andre søker å høste ulike systematiske risikofaktorer. Foreløpig er faktorene «størrelse» og «verdi» introdusert i Norges Banks operative referanseportefølje for aksjer. Finansdepartementet har bedt Norges Bank søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene. Banken har derfor utviklet indikatorer for statsfinansiell styrke som er innarbeidet i den operative referanseporteføljen for obligasjoner. I de operative referanseporteføljene for både aksjer og obligasjoner er det inkludert en rekke markeder som er utenfor referanseindeksen. I 2012 tok Norges Bank blant annet statsobligasjoner utstedt i valutaene til framvoksende økonomier som India, Brasil, Russland, Tyrkia og Indonesia inn i den operative referanseporteføljen for obligasjoner. Samtidig ble aksjemarkedene i Qatar, Kenya, Romania, Kroatia og Jordan tatt inn i den operative referanseporteføljen for aksjer.

Norges Bank har også valgt å ta ut enkelte palmeoljeselskaper fra den operative referanseporteføljen for aksjer. Dette er gjort fordi banken anser at forretningsmodellen til disse selskapene ikke er bærekraftig på lang sikt. Norges Bank skriver i sin årsrapport om forvaltningen av SPU i 2012 at banken i første kvartal 2012 solgte seg ut av 23 produsenter av palmeolje.

Realrenteobligasjoner har andre porteføljegenskaper enn nominelle obligasjoner, jf. omtalen i avsnitt 2.3. Norges Bank har på denne bakgrunn valgt å trekke disse obligasjonene ut fra den operative referanseporteføljen for obligasjoner. Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner er også tatt ut av den operative referanseporteføljen.

De operative referanseporteføljene fungerer som interne referanseindekser for forvalterne til

Norges Bank. Norges Banks årsrapport viser avvik mellom faktisk portefølje og bankens operative referanseportefølje. For eksempel reduserte banken fondets beholdning av inflasjonsindekserte obligasjoner fra 106 mrd. kroner til 42 mrd. kroner gjennom 2012. Beholdningen av obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner var om lag 34 mrd. kroner ved utgangen av 2012. Begge disse delmarkedene er ute av den operative referanseporteføljen.

Den operative referanseporteføljen for aksjer bestod av 7 195 selskaper ved utgangen av 2012. Porteføljen fikk en avkastning på 17,5 pst., om lag på linje med avkastningen av referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Referanseporteføljen for obligasjoner bestod av 4 226 obligasjoner ved utgangen av 2012 og oppnådde en avkastning som var 0,1 prosentenheter høyere enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

4.1.8 Departementets vurderinger

Avkastningen av SPU i fjor på over 13 pst. var det nest beste resultatet siden fondet ble opprettet. Avkastningen var høy både i aksje- og obligasjonsporteføljen. Avkastningen av aksjeporteføljen var høyere enn i referanseindeksen, mens obligasjonsporteføljens avkastning var noe svakere enn referanseindeksen. Samlet var avkastningen av SPUs investeringer i overkant av 0,2 prosentenheter høyere enn referanseindeksen.

Departementet er tilfreds med at gjennomsnittlig årlig avkastning siden 1998 har vært 0,27 prosentenheter høyere enn referanseindeksen. Dette resultatet er godt i tråd med forventningen på om lag ¼ prosentenheter som departementet tidligere har uttrykt.

Unoterte eiendomsinvesteringer er et nytt investeringsområde for Norges Bank. Det er nødvendig å bygge kompetanse og erfaring på dette området. Det tar tid. I tråd med mandatet fra departementet skal banken søke å spre innfasingen av eiendomsporteføljen over flere år og over relevante risikofaktorer som geografisk fordeling og type eiendommer. Bankens skal også vurdere innfasingstakten ut fra forventninger om netto avkastning og risiko i eiendomsmarkedet og investeringsmuligheter i andre markeder.

Norges Bank har etablert såkalte operative referanseporteføljer som avviker fra de referanseindeksene som er gitt i mandatet fra departementet. Avvikene skjer innenfor rammene for aktiv forvaltning. Departementet er positiv til at

de operative referanseporteføljene kan bidra til økt åpenhet om forvaltningen av fondet.

Departementet er tilfreds med at forvaltningskostnadene er redusert de siste årene, både målt i kroner og som andel av forvaltningskapitalen. Dette tyder på at Norges Bank er i stand til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. Departementet er likevel forberedt på at kostnadene framover kan øke noe i takt med at andelen eiendomsinvesteringer i fondet øker. Endringer i kronekursen kan også påvirke både kostnadsnivået og kostnadene som andel av forvaltet kapital.

4.2 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge

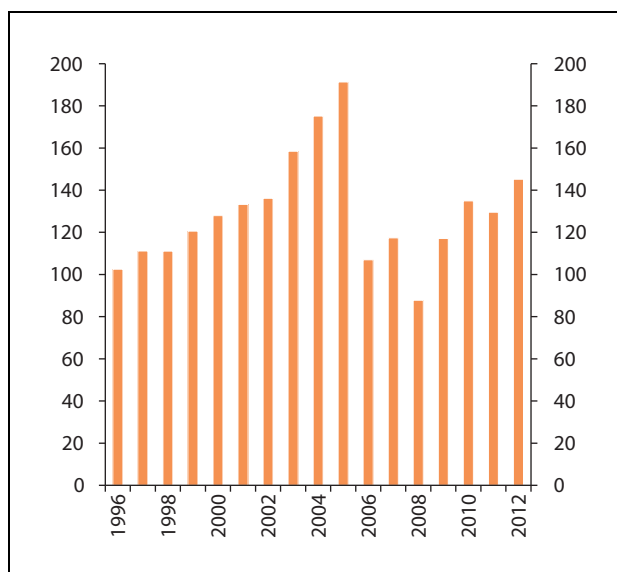
4.2.1 Markedsutviklingen i 2012

Aksjemarkedene i Norge og i resten av Norden ble i fjor i stor grad påvirket av utviklingen i statsgjeldskrisen i Europa. Tiltakene som myndighetene og sentralbankene rundt om i verden annonserte i løpet av sommeren, førte til betydelig oppgang også i de nordiske aksjemarkedene. Best var utviklingen i Danmark, hvor totalavkastningen var 29 pst., målt ved OMXCB-indeksen. I Norge steg hovedindeksen på Oslo Børs 15 pst. I Sverige og Finland var totalavkastningen henholdsvis 17 pst. (OMXSB-indeksen) og 14 pst. (OMXH-indeksen).

Ved utgangen av 2012 var renten på norske statsobligasjoner med lang tid til forfall noe lavere enn ved inngangen til året. Rentene på statsobligasjoner med kortere tid til forfall var om lag uendret. I de øvrige nordiske landene falt rentene på statsobligasjoner til svært lave nivåer. Når bedrifter skal låne penger i obligasjonsmarkedet må de betale en høyere rente enn renten på statsobligasjoner. Disse rentepåslagene falt i alle de nordiske landene, men mest i Norge. Det bidro til å trekke avkastningen av selskapsobligasjoner opp.

4.2.2 Fondets markedsverdi

Ved utgangen av 2012 var markedsverdien av SPN 145 mrd. kroner, om lag 16 mrd. høyere enn ved inngangen til året, jf. figur 4.22. Om lag 77 mrd. kroner av fondets midler var investert i norske aksjer mens 46 mrd. kroner var investert i obligasjoner utstedt av norske obligasjonsutstedere. Den nordiske porteføljen bestod av 14 mrd. kroner i aksjer og 8 mrd. kroner i obligasjoner. Det innebærer at fondets samlede kapital ved utgangen av året var fordelt på 91 mrd. kroner i



Figur 4.22 Utvikling i markedsverdien til SPN. 1996–2012. 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 avvirket. 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.

aksjer og 54 mrd. kroner i obligasjoner. Fordelingen av fondets kapital går fram av figur 4.23.

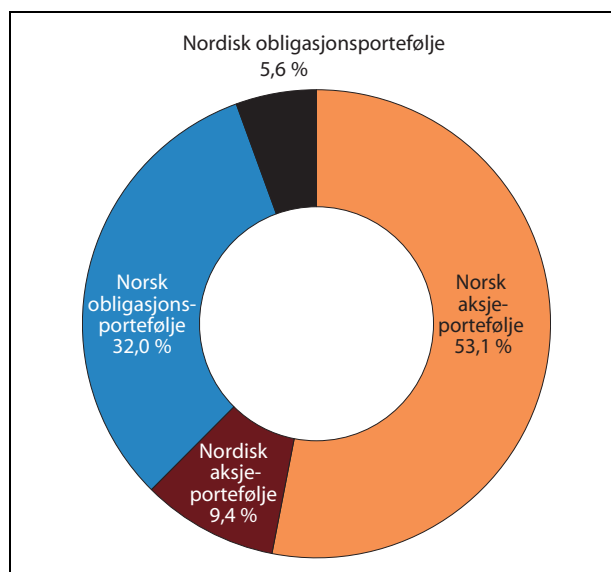
SPN er en betydelig aktør i det norske aksjemarkedet. Ved utgangen av 2012 tilsvarte kapitalen i SPNs norske aksjeportefølje 10,2 pst. av verdien av de aksjene som inngår i hovedindeksen på Oslo Børs, som er referanseindeks for den norske aksjeporteføljen. Sammenliknet med verdien av alle aksjene som er registrert på Oslo Børs, utgjør verdien av fondets norske aksjeportefølje 5,0 pst. I resten av Norden er SPN en mindre aktør. Fondets nordiske aksjeportefølje utgjør 0,4 pst. av verdien av aksjene som inngår i den nordiske aksjeindeksen VINX, når Norge og Island holdes utenom.

4.2.3 Avkastning

Totalporteføljen

SPN fikk en samlet avkastning på 12,2 pst. i 2012, målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader, jf. tabell 4.6. Høy avkastning i aksjemarkedet bidro mest til det gode resultatet, men fallende renter sørget for god avkastning også i det norske obligasjonsmarkedet.

Avkastningen av fondet sammenliknes med en referanseindeks fastsatt av Finansdepartementet. Samlet sett oppnådde Folketrygdfondet i 2012 en



Figur 4.23 Fordeling av faktiske investeringer i SPN ved utgangen av 2012. Prosent

Kilde: Folketrygdfondet.

avkastning som var 0,2 prosentenheter bedre enn avkastningen av referanseindeksen, før fradrag for forvaltningskostnader.

Forvaltningskostnadene tilsvarte i 2012 0,09 pst. av gjennomsnittlig fondskapital.

Aksjer

Den norske aksjeporteføljen oppnådde i 2012 en avkastning på 14,7 pst., mens den nordiske aksjeporteføljen fikk en avkastning på 15,7 pst. Det norske og de øvrige nordiske aksjemarkedene fulgte i stor grad de internasjonale markedene gjennom året, og ble i stor grad preget av utviklingen i statsgjeldsproblemene og bankenes finansieringsutfordringer i Europa. Oppgangen i andre halvår av 2012 var imidlertid noe mindre i det norske og de nordiske markedene enn i de internasjonale markedene.

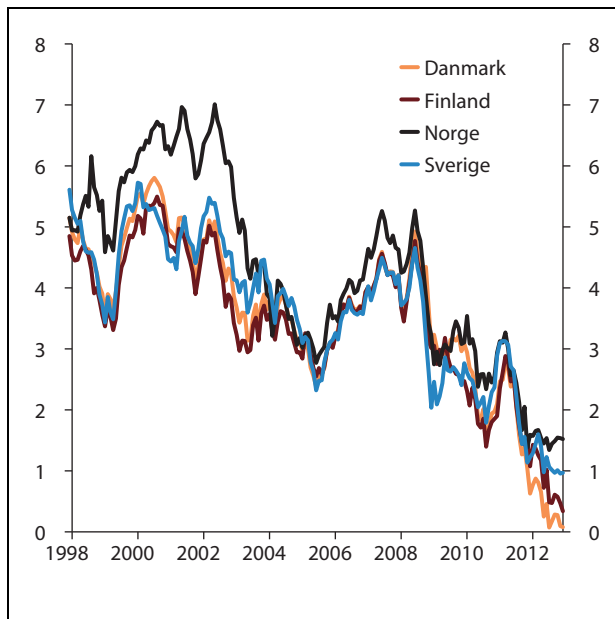
Avkastningen av den norske aksjeporteføljen var 0,6 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen. Det må ses i lys av at Folketrygdfondet i sin strategiske plan har uttrykt en forventning om noe mindreavkastning i perioder med veldig sterk oppgang i aksjekursene i det norske aksjemarkedet. Det største negative bidraget kom fra energisektoren, men også industrisektoren og konsumsektoren bidro negativt. Investeringer i selskaper innen informasjonsteknologi og helsevern

Tabell 4.6 Avkastning av SPN i 2012, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2012. Målt i norske kroner. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998-2012
<i>SPN</i>					
Faktisk portefølje	12,16	7,50	4,43	7,81	6,58
Referanseindeks	11,92	6,78	3,31	7,43	6,08
Meravkastning	0,24	0,72	1,11	0,38	0,50
<i>Norsk aksjeforfølje</i>					
Faktisk portefølje	14,71	6,78	-0,32	14,88	7,42
Referanseindeks	15,36	6,12	-1,98	14,45	5,87
Meravkastning	-0,65	0,66	1,66	0,43	1,55
<i>Nordisk aksjeforfølje¹</i>					
Faktisk portefølje	15,69	6,96	-0,65	10,32	
Referanseindeks	15,16	7,55	-1,09	10,01	
Meravkastning	0,54	-0,59	0,44	0,31	
<i>Norsk obligasjonsportefølje</i>					
Faktisk portefølje	9,08	8,13	8,65	6,61	6,41
Referanseindeks	7,68	6,88	7,36	6,34	6,22
Meravkastning	1,40	1,25	1,29	0,27	0,20
<i>Nordisk obligasjonsportefølje²</i>					
Faktisk portefølje	2,27	4,62	5,78		
Referanseindeks	1,10	3,98	5,08		
Meravkastning	1,16	0,64	0,70		
<i>Realavkastning</i>					
Inflasjon ³	0,77	1,49	2,07	1,78	1,99
Kostnader	0,09	0,08	0,09	0,06	0,04
Netto realavkastning	11,24	5,85	2,22	5,87	4,46

¹ De nordiske aksjeinvesteringene startet opp i mai 2001.² De nordiske obligasjonsinvesteringene startet opp i februar 2007.³ Målt ved konsumprisindeksen (KPI).

Kilder: Folketrygdfondet, Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.



Figur 4.24 Rente på 5-års statsobligasjoner fra de nordiske landene, 1998–2012. Prosent

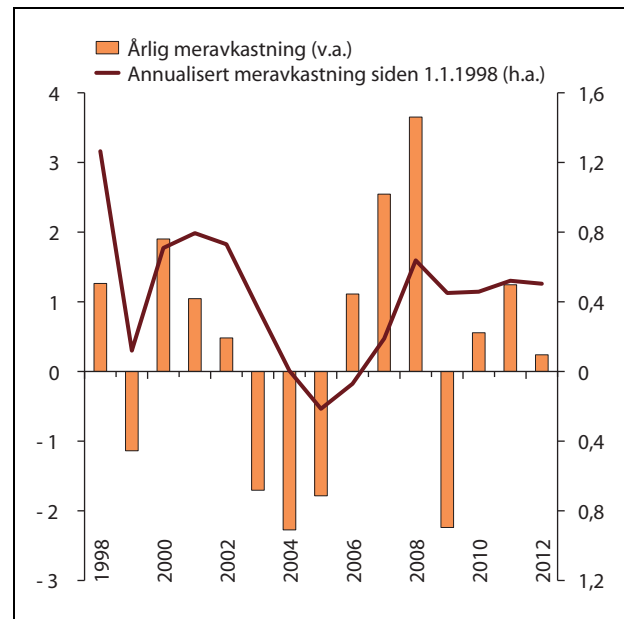
Kilde: Thomson Reuters EcoWin.

trakk opp. I hovedsak er det over- og undervekter i enkeltelskaper som forklarer forskjellene i avkastning mellom Folketrygdfondets faktiske aksjeportefølje og referanseindeksen.

I den nordiske aksjeporteføljen oppnådde Folketrygdfondet en meravkastning på 0,5 prosentenheter. Alt i alt bidro aksjevalg innenfor hver sektor positivt til meravkastningen, mens over- og undervekter mellom sektorene trakk ned.

Obligasjoner

Den norske obligasjonsporteføljen oppnådde en avkastning på 9,1 pst., mens den nordiske obligasjonsporteføljen hadde en avkastning på 2,3 pst. I Norge falt rentene på obligasjoner med lang tid til låneforfall. Det bidro til å øke avkastningen. Påslaget bedrifter må betale utover statsrenten falt også i løpet av året. Dette bidro til at avkastningen på selskapsobligasjoner var høyere enn avkastningen på statsobligasjoner. I det nordiske obligasjonsmarkedet var rentenivået allerede ved inngangen til 2012 på et svært lavt nivå, men falt likevel ytterligere gjennom året. Ved utgangen av året hadde danske statsobligasjoner med fem år til forfall en rente nær null, mens finske statsobligasjoner hadde en rente på 0,3 pst. Til sammenlikning var renten på norske statsobligasjoner med samme tid til forfall om lag 1,5 pst., jf. figur 4.24. Det lave rentenivået begrenser mulighetene for høy avkastning på obligasjonsporteføljene i årene framover.



Figur 4.25 Utvikling i brutto meravkastning i SPN over tid, 1998–2012. Prosent

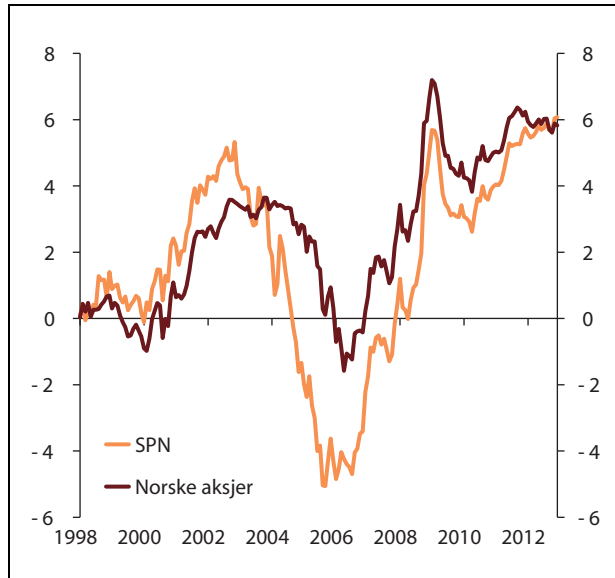
Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Avkastningen av den norske obligasjonsporteføljen var 1,4 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Den faktiske porteføljen hadde en større andel selskapsobligasjoner og mindre andel statsobligasjoner enn referanseindeksen, noe som bidro til meravkastningen. I tillegg oppnådde Folketrygdfondet høyere avkastning på selskapsobligasjonene enn referanseindeksen, blant annet fordi obligasjonsporteføljen hadde noe høyere kredittrisiko enn referanseindeksen.

I den nordiske obligasjonsporteføljen oppnådde Folketrygdfondet en avkastning som var 1,2 prosentenheter bedre enn avkastningen av referanseindeksen. Høyere innslag av selskapsobligasjoner enn i referanseindeksen bidro til meravkastningen. Porteføljen hadde også en høyere gjennomsnittlig avkastning på selskapsobligasjonene enn det referanseindeksen hadde. Fondet tjente i tillegg på at obligasjonene i porteføljen hadde en noe annen tid til låneforfall enn obligasjonene i referanseindeksen.

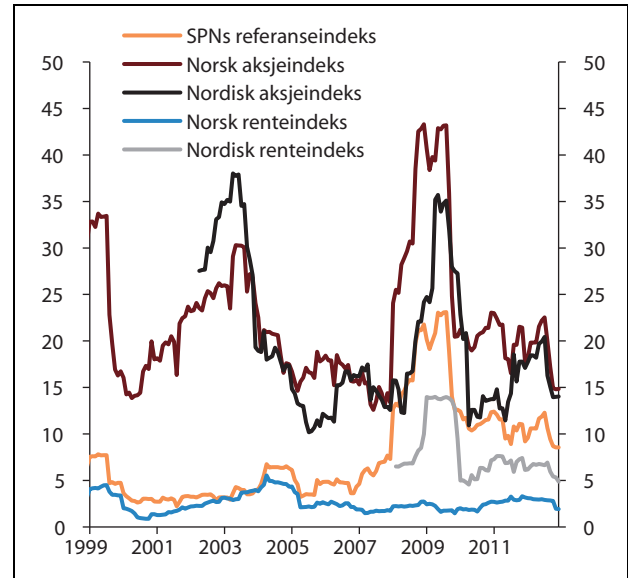
Resultater målt over tid

Siden starten av 1998 har SPN hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 6,6 pst. Det er 0,5 prosentenheter høyere enn avkastningen på referanseindeksen, jf. figur 4.25. Departementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning av SPN på $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ prosent-



Figur 4.26 Samlet meravkastning i SPN, 1998–2012. Milliarder kroner

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.



Figur 4.27 Utvikling i 12 måneders rullerende standardavvik til SPNs referanseindekser, 1999–2012. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

enheter, jf. Meld. St. 15 (2010–2011). I perioden 1998 til 2012 har gjennomsnittlig årlig meravkastning i den norske aksjeporteføljen vært 1,5 prosentenheter, mens meravkastningen i den norske obligasjonsporteføljen har vært 0,2 prosentenheter. Finansdepartementet har beregnet at samlet brutto meravkastning for fondet i perioden 1998–2012 tilsvarer om lag 6 mrd. kroner⁵, jf. figur 4.26.

4.2.4 Risiko og rammer

Risikoen i fondet

Standardavvik måler svingninger rundt et gjennomsnitt. Dersom den årlige gjennomsnittlige avkastningen er 6 pst. og standardavviket er 10 pst., og gitt en antakelse om normalfordeling, vil avkastningen i to av tre år forventes å være mellom -4 pst. og 16 pst. I ett av tre år forventes svingningene å være større. Figur 4.27 viser hvordan standardavviket til SPN har utviklet seg siden 1998. Standardavviket er her beregnet basert på avkastningen de foregående 12 månedene. Figuren viser at risikoen økte noe i første halvår i fjor, for deretter å falle utover i andre halvår. Det var utviklingen i aksjeporteføljene som

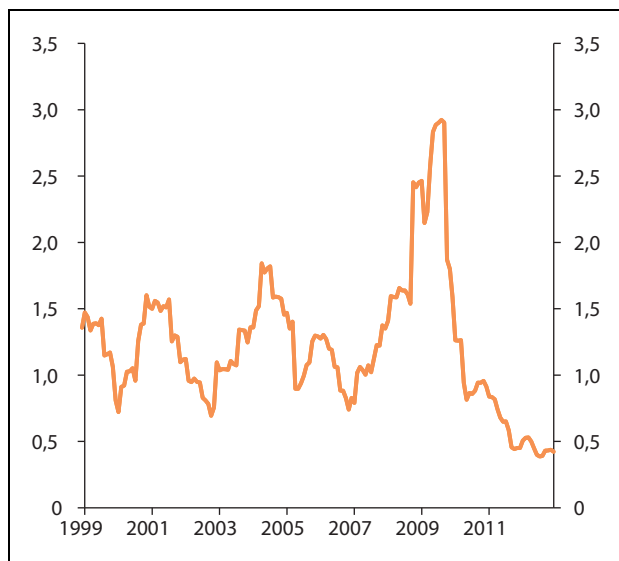
i størst grad påvirket utviklingen i samlet risiko for fondet, men gjennom andre halvår falt risikoen også i obligasjonsporteføljene.

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. Relativ volatilitet er et statistisk mål på hvor mye forskjellen i avkastning mellom faktisk portefølje og referanseindeksen kan forventes å svinge. Ifølge Folketrygdfondet, har forventet relativ volatilitet gjennom 2012 ligget i intervallet 0,5–0,8 prosentenheter, og var 0,6 prosentenheter ved utgangen av året. Realisert relativ volatilitet de siste 12 månedene var ved utgangen av 2012 lavere enn den forventede verdien, og utgjorde om lag 0,4 prosentenheter, jf. figur 4.28 og tabell 4.7. Både forventet og realisert relativ volatilitet er nå på lave nivåer historisk sett, og betydelig lavere enn rammen som er satt i mandatet.

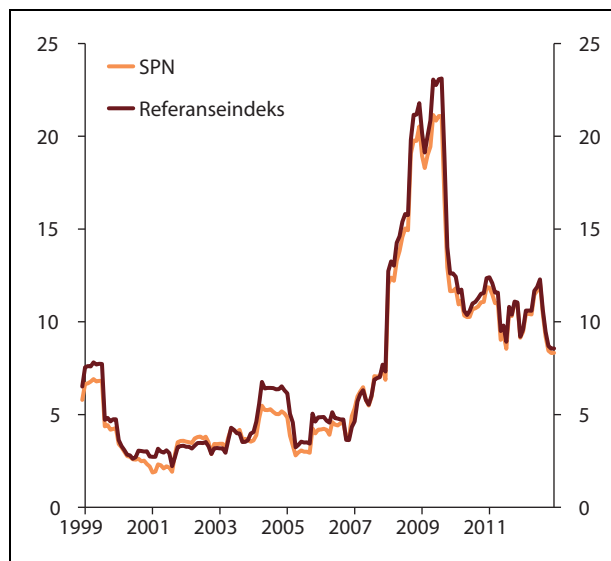
Forhold i markedet, som lave samlede svingninger og at kursutviklingen til ulike aksjer svinger mer i takt enn tidligere, kan være en medvirkende årsak til lav relativ volatilitet. Dersom svingningene i markedet øker, vil trolig også den relative volatiliteten øke.

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



Figur 4.28 Rullerende 12 måneders realisert relativ volatilitet i SPN, 1999–2012. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.



Figur 4.29 Rullerende 12 måneders standardavvik i SPNs faktiske portefølje og i referanseindeksen, 1999–2012. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Figur 4.29 viser utviklingen i standardavviket både for referanseindeksen til SPN og fondets faktiske portefølje. I store deler av den aktuelle perioden har standardavviket vært noe lavere i den faktiske porteføljen enn i referanseindeksen. Dette gjelder spesielt i perioder der svingningene i markedet har økt. Dette viser at det i all hovedsak er referanseindeksen som er avgjørende for den samlede risikoen i fondet, men at den aktive forvaltningen i Folketrygdfondet i perioder har bidratt til å redusere totalrisikoen noe.

I 2007 økte aksjeandelen i fondet fra 40 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

Obligasjoner med høy kredittrisiko, såkalte høyrenteobligasjoner, inngår ikke i referanseindeksen til SPN. I mandatet for fondet er det likevel gitt adgang for Folketrygdfondet til å investere i slike verdipapirer, innenfor de rammer som er satt for forvaltningen. Det er stilt krav om at Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at slike obligasjoner under normale markedsforhold ikke skal utgjøre mer enn 25 pst. av markedsverdien av selskapsobligasjonene i obligasjonsporteføljen. Gitt at selskapsobligasjoner utgjør 70 pst. av obligasjonsporteføljen, betyr

dette at andelen høyrenteobligasjoner skal være under 18 pst. av den samlede obligasjonsporteføljen. Ved utgangen av 2012 utgjorde høyrenteobligasjoner om lag 12 pst. av den norske obligasjonsporteføljen og 3 pst. av den nordiske obligasjonsporteføljen.

Enkeltinvesteringer

SPN er en stor aktør i det norske aksjemarkedet. Ved utgangen av 2012 eide fondet over 10 pst. i fem selskaper, og over 5 pst. i 27 selskaper, jf. tabell 4.8. I det nordiske markedet er SPN vesentlig mindre, med en eierandel på over 1 pst. i kun ett av de 94 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 2012 var den største eierandelen i et norsk selskap 11,0 pst. I den nordiske aksjeporteføljen var største eierandel 1,3 pst.

Sammenfall

Sammenfall viser hvor stor andel av den faktiske porteføljen som er helt lik referanseindeksen. Der som sammenfallet er 100 pst. består den faktiske porteføljen av de samme selskapene som referan-

Tabell 4.7 Absolutte og relative risikomål for SPN. Årlige tall basert på månedlige observasjoner. Januar 1998 – desember 2012

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2012
<i>SPN</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	8,32	9,90	13,78	10,33	8,74
Relativ volatilitet (pst.)	0,42	0,63	1,48	1,42	1,34
Skjevhet ¹	-0,95	-0,11	-0,83	-1,16	-1,19
Kurtose ²	5,09	2,69	4,31	6,99	8,87
Informasjonsrate ³	0,60	1,15	0,75	0,27	0,38
<i>Norsk aksjeportefølje</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	14,51	18,19	25,97	22,19	22,32
Relativ volatilitet (pst.)	0,86	1,27	2,78	3,22	4,02
Skjevhet	-0,80	0,06	-0,92	-0,94	-0,92
Kurtose	5,09	2,73	4,52	5,22	4,90
Informasjonsrate	-0,75	0,52	0,60	0,14	0,39
<i>Nordisk aksjeportefølje</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	13,90	15,59	19,72	17,87	18,46
Relativ volatilitet (pst.)	0,32	0,77	1,88	1,42	1,16
Skjevhet	-1,20	-0,60	-0,16	-0,12	-0,29
Kurtose	4,96	3,97	4,43	4,23	4,71
Informasjonsrate	1,69	-0,76	0,24	0,22	0,24
<i>Norsk obligasjonsportefølje</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	1,76	2,24	2,51	2,47	2,48
Relativ volatilitet (pst.)	0,54	0,79	1,00	1,05	0,89
Skjevhet	0,27	0,12	0,19	0,39	0,32
Kurtose	2,77	2,28	2,63	3,10	3,52
Informasjonsrate	2,58	1,59	1,28	0,25	0,22
<i>Nordisk obligasjonsportefølje</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	4,74	5,86	7,89	5,87	4,81
Relativ volatilitet (pst.)	0,26	0,35	0,70	0,50	0,41
Skjevhet	-0,19	-0,11	-0,34	0,00	0,19
Kurtose	3,33	3,50	6,87	10,97	16,04
Informasjonsrate	4,42	1,84	1,03	1,43	1,75

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.

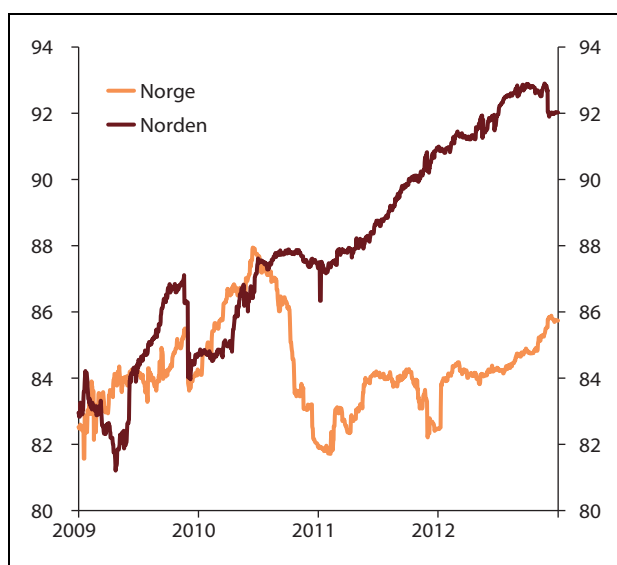
³ Informasjonsrate (IR) er et risikojustert mål som forteller hvor mye meravkastning en forvalter har oppnådd målt mot den aktive risikoen (relativ volatilitet).

Tabell 4.8 SPNs eierandeler i norske og nordiske aksjeselskaper i 2012

Antall selskaper hvor eierandelen er større enn	Norsk aksjeportefølje	Nordisk aksjeportefølje
10 pst.	5	0
5 pst.	27	0
1 pst.	45	1
0,5 pst.	49	16
0,1 pst.	49	78
Totalt antall aksjer SPN er investert i	50	94

Kilde: Folketrygdfondet.

seindeksen og hvert selskap utgjør like mye av den faktiske porteføljen som av referanseindeksen. Dersom Folketrygdfondet investerer i aksjer i selskaper som ikke inngår i referanseindeksen, eller vokter opp enkelte selskaper og vokter ned andre, vil sammenfallet reduseres. Sammenfallet mellom den norske aksjeporteføljen og referanseindeksen har steget flere år på rad, og økte i 2012 til om lag 92 pst., jf. figur 4.30. Utviklingen de siste årene tyder på at porteføljen er blitt likere referanseindeksen enn tidligere. I den nordiske aksjeporteføljen steg sammenfallet med referanseindeksen i 2012 til i underkant av 86 pst., men for denne porteføljen har det vært større variasjoner enn for den norske porteføljen.



Figur 4.30 Sammenfall mellom SPNs faktiske aksjeporteføljer og referanseindeksene. 2009–2012. Prosent

Kilde: Folketrygdfondet.

4.2.5 Kostnader

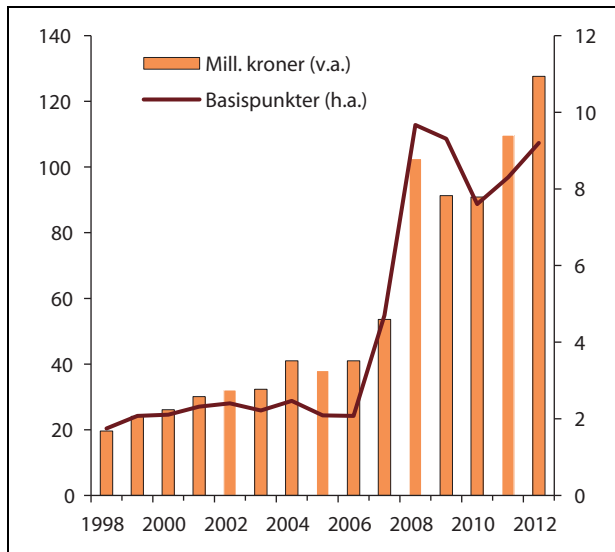
Ifølge mandatet fra Finansdepartementet, får Folketrygdfondet dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en ramme som settes som et kronebeløp. Kronebeløpet er fastsatt på bakgrunn av et begrunnet forslag fra Folketrygdfondet der de samlede kostnadene framkommer som summen av enkeltkomponenter. Departementet setter en ramme for de samlede kostnader og tar ikke stilling til hver enkelt kostnadskomponent.

For 2012 ble det fastsatt en samlet ramme for forvaltningskostnader på 144,5 mill. kroner, inkludert investeringer. Denne rammen skulle dekke Folketrygdfondets kostnader til både SPN og Statens obligasjonsfond (SOF). De samlede forvaltningskostnadene i 2012 ble 137,6 mill. kroner, et mindreforbruk på om lag 6,9 mill. kroner.

Av de samlede kostnadene i 2012 beløper forvaltningen av SPN seg til 127,6 mill. kroner, mens det resterende beløpet er kostnader i forbindelse med SOF. Målt som andel av gjennomsnittlig kapital til forvaltning utgjorde kostnadene i SPN 9,2 basispunkter (0,092 pst.).

Figur 4.31 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 systemiden, 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 2011 og viser at kostnadene 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 juste-



Figur 4.31 Utvikling i forvaltningskostnadene i SPN, 1998–2012. Målt i mill. kroner (venstre akse) og i basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 pst.

Kilde: Folketrygdfondet.

rer for forskjellene i aktivasammensetningen. Den viktigste forklaringen på det er at all forvaltningen av SPN gjøres internt i Folketrygdfondet.

4.2.6 Departementets vurderinger

2012 var et år med høy avkastning både i aksje- og obligasjonsmarkedene, og dette bidro til en avkastning av SPN på 12,2 pst. Folketrygdfondet oppnådde en samlet meravkastning i 2012 på om lag $\frac{1}{4}$ prosentenhet. Det var særlig obligasjonsforvaltningen som bidro til det positive resultatet, men det var også meravkastning i den nordiske aksjeforvaltningen. Den norske aksjeforvaltningen fikk en noe svakere avkastning enn referanseindeksen. Det må ses i lys av at Folketrygdfondets i sin strategiske plan har uttrykt en forventning om noe mindrevkastning i perioder med veldig sterk oppgang i aksjekursene i det norske aksjemarkedet. Departementet legger mest vekt på resultatene over tid og er tilfreds med at årlig gjennomsnittlig meravkastning siden 1998 har vært om lag $\frac{1}{2}$ prosentenhet.

Departementet merker seg at forventet relativ volatilitet for SPN er lav sammenliknet med hva retningslinjene i mandatet åpner for. Samtidig bidrar forhold i markedet til at dagens beregnede forventede relative volatilitet kanskje ikke gir et dekkende bilde av risikoen forbundet med den aktive forvaltningen av fondet.

Kostnadene i Folketrygdfondet har økt betydelig de siste årene, noe som blant annet må ses i

sammenheng med strengere krav til styring og kontroll av risiko enn før. Til tross for denne økningen er kostnadene lave sammenliknet med andre fond. Departementet er tilfreds med at forvaltningen av SPN synes å være kostnadseffektiv gitt de endrede rammebetingelsene.

4.3 Oppfølging av rammeverket for forvaltningen

4.3.1 Norges Banks rammeverk for eiendomsinvesteringer i SPU

Norges Bank er i ferd med å bygge opp en portefølje av eiendomsinvesteringer i SPU. Ved utgangen av 2012 utgjorde eiendomsporteføljen 0,7 pst av fondets investeringer, jf. avsnitt 4.1. Så langt er alle plasseringene i denne porteføljen i unoterte investeringer.

Unoterte eiendomsinvesteringer er et nytt område, som stiller høye krav til Norges Banks forvaltning. Norges Banks representantskap har med bistand fra bankens eksterne revisor (Deloitte) gjennomført en uavhengig gjennomgang av rammeverket for risikostyring og kontroll av eiendomsinvesteringer. Gjennomgangen er omfattende og dekker hovedstyrets styrings- og kontrollrammeverk, Norges Bank Investment Managements (NBIMs) risikostyring og kontrollstruktur og investeringsgjennomgang (due diligence) og investeringsprosessen. Revisor har ikke undersøkt om eiendomsinvesteringene eller de selskapsstrukturene som er etablert i eiendomsforvaltningen, er hensiktsmessige. Revisor har heller ikke vurdert om risikoen som Norges Bank har identifisert, er fullstendig og dekkende for bankens virksomhet. Målekriteriene for gjennomgangen er gjengitt i boks 4.2.

Revisors gjennomgang avdekket ikke vesentlige avvik fra de etablerte målekriterier i utforming og gjennomføring av rammeverket for risikostyring og kontroll av eiendomsinvesteringer. Deloitte understreker at vurderingen tok utgangspunkt i dagens nivå på eiendomsinvesteringene. Det understrekes videre at med økt framtidig investering i eiendom kan forhold som i dag er uvesentlige bli mer betydelige og dermed måtte revurderes i sammenheng med en endret investeringsprofil for eiendom. Attestasjonsrapporten er offentliggjort på Norges Banks nettsider og omtalt i Representantskapets rapport til Stortinget for 2012 (Dok. 9 (2012–2013)).⁶

⁶ <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/brev-og-uttalelser/2012/brev-29-november-2012>.

Boks 4.2 Overordnede målekriterier for attestasjonsoppdrag til Deloitte vedrørende rammeverket for risikostyring og kontroll av eiendomsinvesteringer i SPU

Hovedstyrets styrings- og kontrollrammeverk:

- Risikoappetitt ved eiendomsinvesteringer er klart definert, delegert og overvåket, og det foretas en vurdering av kontrollmiljøets effektivitet.
- Investeringsmål er fastsatt, dokumentert og vurderes og oppdateres regelmessig. Avkastning måles og følges opp regelmessig.

NBIMs risikostyring og kontrollstruktur:

- Roller, ansvar og ansvarsområder knyttet til eiendomsinvesteringer er klart definert.
- Et effektivt rammeverk for risikostyring og kontroll av eiendomsinvesteringer understøttes av hensiktsmessige policyer, prosedyrer og eskaleringsprosesser.
- Prosessen knyttet til investeringer i eiendom, herunder eksponering i eiendom, inngår som del av organisasjonens rammeverk for helhetlig risikostyring.
- En kombinasjon av kvalitative og kvantitative resultat- og prestasjonsmål, samt relevante referanseindekser er fastsatt, og følges opp på mandat og aggregert nivå.

- Eiendomsrisiko overvåkes og rapporteres på en hensiktsmessig måte til rett tid og i tråd med ansvarsområder.
- Investeringsteamet består av personer med relevant kompetanse og erfaring, og organisasjonen vektlegger kompetanse som en sentral del av investeringsvirksomheten.

Due diligence og investeringsbeslutningsprosessen:

- Det er etablert klare kriterier som sikrer en strukturert evaluering av investeringsmuligheter.
- Due diligence gjennomføres i henhold til gitte retningslinjer.
- Alle tilbud er godkjent og er profesjonelt utformet.
- Juridisk risiko og kommersielle muligheter er gjenstand for vurdering før gjennomføring.
- Investeringsresultater og avkastning følges opp over hele investeringens livssyklus.

De overordnede målekriteriene ovenfor er brutt ned i flere detaljerte målekriterier. Revisors gjennomgang av Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll av eiendomsinvesteringer er basert på disse.

4.3.2 Sikkerheten i IT-infrastrukturen i Norges Bank

Norges Banks representantskap har ved hjelp av bankens eksterne revisor fått vurdert sikkerheten i IT-infrastrukturen som benyttes som del av bankens forvaltning av SPU. Revisor har vurdert om sikkerheten i infrastrukturen er i tråd med anerkjente standarder.

Revisor konkluderer i sin rapport med at Norges Bank har en styring av og kontroll med IT-sikkerhet som i det alt vesentlige er utformet i samsvar med formelt rammeverk og anerkjente standarder på området. Det er samtidig pekt på at det er gjennomført flere endringer i 2012 som påvirker styring av og kontroll med IT-sikkerhet, og at disse endringene bare har virket i en kort periode, eller er i ferd med å bli gjennomført, jf. omtale i Representantskapets rapport til Stortinget for 2012 (Dok. 9 (2012–2013)).

4.3.3 Uavhengig gjennomgang av avkastningstallene i SPU

Finansdepartementet har engasjert selskapet Spaulding Group til å gjennomgå avkastningstallene i SPU f.o.m. regnskapsåret 2012. Spaulding Group er også Norges Banks uavhengige GIPS (Global Investment Performance Standards) kontrollør, se rapport offentliggjort på bankens internettsider (www.nbim.no).

På oppdrag fra departementet mottar Spaulding Group beholdningsdata direkte fra Norges Banks depotbank for aktivklasser hvor slik informasjon foreligger, dvs. for aksjer og obligasjoner. Basert på depotbankdata beregner konsulentselskapet avkastningen målt i norske kroner for aktivklassene aksjer og obligasjoner. Basert på tilleggsdata fra Finansdepartementet om SPUs referanseindekser kontrollberegner Spaulding Group også avkastningstall målt i fondets valutakurv.

Spaulding Groups kontrollberegninger for regnskapsåret 2012 viser ingen avvik fra Norges Banks rapporterte avkastningstall. Konsulentselskapets rapport er offentliggjort på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf).

4.3.4 Ansvarlige investeringer i SPU

Norges Banks representantskap har som del av sin tilsynsvirksomhet gått gjennom ansvarlig investeringsvirksomhet og hovedstyrets oppfølging gjennom året. Gjennomgangen viser at banken i tråd med rammeverket fra Finansdepartementet har etablert interne retningslinjer for området. Norges Bank Investment Management (NBIM) har i løpet av 2012 omorganisert for å styrke det faglige grunnlaget og integreringen av arbeidet med ansvarlig investeringsvirksomhet i forvaltningen, jf. omtale i Representantskapets rapport til Stortinget for 2012 (Dok. 9 (2012–2013)).

4.3.5 Santiago-prinsippene

Norge støtter opp om de internasjonale retningslinjene for statlige investeringsfond, de såkalte Santiago-prinsippene eller «Generally Accepted Practices and Principles for Sovereign Wealth Funds» (GAPP). Departementet deltar i International Forum for Sovereign Wealth Funds (IFSWF) som forvalter prinsippene. IFSWF ble etablert i april 2009 av the International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG). Det var IWG som i 2008 utarbeidet prinsippene. Som et ledd i forvaltningen av SPU deltok både Finansdepartementet og Norges Bank i dette arbeidet.

Santiago-prinsippene omhandler institusjonelt rammeverk, styringsprinsipper og investeringsaktiviteter for statlige investeringsfond. Departementet anser dette som gode prinsipper for forvaltningen av statlige investeringsfond og at de er å anse som minimumsstandarder som dagens rammeverk for Statens pensjonsfond oppfyller. Eksempelvis omtaler prinsippene åpenhet, styringsstruktur, formål for investeringene, risikooppfølging, eierskapsutøvelse og at fondene skal ha interne etiske retningslinjer.

Departementet anser at prinsippene har bidratt til større åpenhet fra statlige investeringsfond. Over tid kan de bygge tillit og medvirke til en videreføring av et stabilt og åpent internasjonalt investeringsklima, samt velfungerende finansmarkeder. Departementet har rapportert om fondets etterlevelse av prinsippene i en selvevaluering.⁷ Det er for tiden 24 land tilknyttet forumet.

Det årlige møtet i forumet høsten 2013 skal avholdes i Oslo.

4.3.6 Folketrygdfondets rammeverk for risikostyring og kontroll av motpartsrisiko

Folketrygdfondet forestår forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN) på vegne av og i henhold til et mandat fastsatt av departementet. Som del av oppfølgingen av Folketrygdfondets forvaltning er det etablert en ordning med attestasjonsoppdrag, i tråd med det som gjelder for Norges Banks forvaltning av SPU. Attestasjonsoppdraget for 2012 omfatter Folketrygdfondets rammeverk for risikostyring og kontroll av motpartsrisiko.⁸

Revisor (Ernst & Young) har i sin attestasjonsuttalelse for 2012 konkludert med at rammeverket for risikostyring og kontroll av motpartsrisiko i det alt vesentligste er utformet i samsvar med internasjonalt anbefalt praksis og ledende standarder. Videre mener revisor at rammeverket i det alt vesentligste er gjennomført slik det er utformet.

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

4.4 Ansvarlig investeringspraksis

4.4.1 Innledning

Investeringene i Statens pensjonsfond er finansielle. Departementet legger til grunn at god avkastning på lang sikt er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, samt av velfungerende, legitime og effektive markeder. Finansdepartementet var tidlig ute med å innføre etiske retningslinjer sammenliknet med mange andre fond. I tråd med utviklingen internasjonalt er det over tid blitt lagt større vekt på å integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksomheten. 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 4.32 viser de viktigste milepælene i utviklingen av strategien for ansvarlig investering.

⁷ http://www.regjeringen.no/Upload/FIN/brosjyre/2011/GapSurvey_Global.pdf.

⁸ Motpartsrisiko er risikoen for at en bank eller en annen kontraktsmotpart ikke kan oppfylle sine forpliktelser, som for eksempel å utbetale verdien av en derivatkontrakt når denne skal gjøres opp.

2001	Utelukkelsesmekanisme basert på folkerettsstridig virksomhet Petroleumsfondets folkerettsråd etableres
2003	NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden Forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond
2004	Etiske retningslinjer innføres med virkemidlene utelukkelse og eierskapsutøvelse Etikkrådet etableres
2009	Nye tiltak som følge av evaluering av de etiske retningslinjene Nytt program for miljørelaterte investeringer Selskaper som produserer tobakk utelukkes
2010	Nytt mandat for ansvarlig investeringspraksis Nye retningslinjer for utelukkelse og observasjon (nytt virkemiddel) Utelukkelse av statsobligasjoner basert på brede internasjonale sanksjoner
2013	Strategirådet for SPU får i oppdrag å utarbeide en rapport om den overordnede strategien for ansvarlig investeringspraksis

Figur 4.32 Utviklingen av strategien for ansvarlig investeringspraksis i SPU

Kilde: Finansdepartementet.

ringspraksis 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. Departementet innførte nye retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis 1. mars 2010, som avløste de etiske retningslinjene av 2004.

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 og
- observasjon og utelukkelse av selskaper.

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

Både Finansdepartementet, Norges Bank, Folketrygdfondet og Etikkrådet deltar i den internasjonale debatten om ansvarlig investeringspraksis og samarbeider med andre aktører om å bidra til utvikling 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. Strategirådet for SPU i 2013 skal se nærmere på fondets overordnede strategi for ansvarlig investeringspraksis og blant annet vurdere hvordan en kan lukke eventuelle avvik fra beste praksis internasjonalt slik at fondet er en pådriver for utviklingen. Strategirådets mandat og sammensetning er nærmere omtalt i avsnitt 4.4.5.

I 2012 har både Finansdepartementet og Folketrygdfondet deltatt i arbeidet med å nylansere Norsif – Forum for bærekraftige og ansvarlige investeringer. Norsif er en uavhengig forening for kapitaleiere, forvaltere og tjenestetilbydere som ønsker å bidra til ansvarlig og bærekraftig forvaltning og er nærmere omtalt i avsnitt 4.4.3.

Utøvelsen av eierrettigheter for SPU og SPN bygger på en felles plattform av internasjonalt anerkjente prinsipper, jf. boks 4.3. Norges Bank og Folketrygdfondet har nedfelt egne prinsipper for utøvelsen av eierrettigheter med utgangspunkt i disse grunnprinsippene.

Eierskapsarbeidet er et sentralt virkemiddel i forvaltningen av Statens pensjonsfond. I takt med den internasjonale utviklingen på området har både Norges Bank og Folketrygdfondet utvidet sitt eierskapsarbeid og økt samspillet mellom eierskapsarbeidet og den øvrige forvaltningen. 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, om utviklingen framover i tid eller der det av andre grunner finnes hensiktsmessig. Utgangspunktet for vurderingen av om et selskap skal settes til observasjon, er de konkrete kriteriene for utelukkelse i retningslinjene. Det er ikke tilstrekkelig at det er en generell risiko for at noe kan gå galt i et prosjekt eller et område. Vurderingen bør knytte seg til om vilkårene i det eller de aktuelle uttrekkskriteriene blir oppfylt dersom en konkret risiko materialiserer seg.

Etikkrådets arbeid med observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU er beskrevet nærmere i avsnitt 4.4.4. I avsnitt 4.4.6 gis en vurdering av Etikkrådets ressursituasjon.

4.4.2 Ansvarlig investeringspraksis og eierskapsarbeid i SPU

Norges Banks overordnede mål for utøvelsen av fondets eierrettigheter er å sikre fondets finansielle interesser. Det følger av mandatet fra Finansdepartementet. Videre skal banken integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø- og samfunnsmessige forhold i hele investeringsvirksomheten, basert på internasjonalt anerkjente prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet. Norges Bank har i tråd med dette etablert prinsipper og retningslinjer for ansvarlig investeringsvirksomhet. Disse utgjør rammeverket for bankens arbeid med ansvarlige investeringer, inklusive eierskapsutøvelsen, og er offentliggjort på bankens hjemmeside (se www.nbim.no). Bankens retningslinjer slår fast at informasjon om miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring skal være en del av bankens vurderingsgrunnlag i investeringsbeslutninger og i risikostyringen.

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

fastsette standarder for finansmarkedene. Videre stemmer Norges Bank på generalforsamlinger og fremmer aksjonærforslag. Banken utgir også dokumenter som beskriver forventninger til hvordan selskaper skal håndtere samfunnsmessig og miljømessig risiko i sin virksomhet og hos leverandører.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet

SPUs aksjebeholdning gir en gjennomsnittlig eierandel på 1,2 pst. av de over 7 000 aksjene som inngår i fondets referanseindeks. Selv om eierandelene er relativt lave, er fondet blant de største aksjonærene i mange selskaper. Norges Bank skriver i omtalen av eierskapsutøvelsen på sin hjemmeside at banken derfor i mange tilfeller er i bedre posisjon til å kunne påvirke markeder og enkelt-selskaper enn mange andre investorer. Se egen omtale av utviklingen i SPUs eierandeler sist i dette avsnittet.

Eierskapsarbeidet tar utgangspunkt i FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper (se boks 4.3). Banken har valgt å konsentrere eierskapsarbeidet om seks strategiske områder:

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

De strategiske områdene skal kunne forsvares finansielt siden Norges Bank handler i egenskap av investor.

Norges Bank opplyser videre at den legger vekt på kontakt med enkelt-selskaper, hvor forholdet til selskapet bygger på langsiktige mål og der prosessen løper over mange år. Målet med slik kontakt er å kommunisere bankens forventninger og å hjelpe selskaper med å vurdere og forbedre sine egne styringsprosesser. Hensynet til fortrolighet og behovet for å sikre gode og effektive prosesser innebærer at Norges Bank normalt ikke vil offentliggjøre detaljer om slik kontakt med enkelt-selskaper.

Norges Bank skriver i sin årsrapport om forvaltningen av SPU at den i 2012 tok kontakt med om lag 300 selskaper for å ta opp temaer som del av bankens eierskapsutøvelse. Kontakten skjedde i form av møter, brev og telefonsamtaler. Noe av kontakten var en del av bankens langsiktige arbeid innen eierskapsutøvelsens satsingsområ-

Boks 4.3 Grunnprinsipper for utøvelse av eierskap

Norges Bank og Folketrygdfondet ivaretar eierrettigheter for henholdsvis SPU og SPN. Mandatet Finansdepartementet har gitt forvalterne 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 internasjonale prinsippene gir normer for god selskapsstyring og stiller krav til god selskapspraksis i håndteringen av miljømessige og samfunnsmessige forhold. Norges Bank og Folketrygdfondet har utarbeidet egne retningslinjer for sin utøvelse av eierrettigheter. Der framgår det hvordan disse prinsippene er integrert i oppfølgingen av selskapene. FN lanserte i 2006 et sett prinsipper for ansvarlige investeringer ("Principles for Responsible Investment", PRI). Både Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet deltar i PRI på vegne av SPU og SPN. PRI tar utgangspunkt i at selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige 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.

Mer enn 10 000 selskaper og organisasjoner i over 145 land har sluttet seg til FNs Global Compact. Medlemmene er oppfordret til å delta i en årlig rapportering om arbeidet med prinsippene.

OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse

Disse retningslinjene er svært omfattende og omhandler i hovedsak grunnlaget for effektiv eierstyring og selskapsledelse, aksjonærenes rettig-

heter og nøkkelfunksjoner i eierskap, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer, åpenhet og innsyn, samt styrets ansvar og forpliktelser.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

Disse retningslinjene er frivillige prinsipper og standarder for ansvarlig forretningsførsel på ulike områder. OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er det eneste anerkjente og detaljerte regelverket som medlemslandenes regjeringer er forpliktet til å fremme. Retningslinjene ble endret i 2011. De nye retningslinjene legger blant annet vekt på at myndigheter har en plikt til å beskytte menneskerettighetene, mens næringslivet har et ansvar for at ingen får disse rettighetene krenket som følge av dets aktivitet. Videre er retningslinjene utvidet til å omfatte arbeidstakers rettigheter. Det innebærer at også arbeidstakere uten et fast, kontraktmessig forhold, for eksempel sesongarbeidere og ansatte hos underleverandører, omfattes. Selskaper anbefales å legge seg på en føre-var-tilnærming på de fleste områder som dekkes av retningslinjene. Målet er å avverge eller utbedre skader og ulemper som påføres mennesker og miljø som følge av en bedrifts aktivitet. Videre gis det veiledning for hvordan selskaper bør følge opp sine leverandørkjeder.

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, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring i forvaltningen og i eierskapsutøvelsen. Innarbeiding av slike hensyn vil også få følger for hvilken type informasjon investor ber om å få fra selskaper og hva selskapene forventes å rapportere om. PRI har for tiden om lag 1 150 medlemmer. 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 er for tiden under endring. Siste formelle rapportering til PRI ble gjennomført i 2011. Det er ikke rapportert til PRI i 2012, men departementet har bidratt i arbeidet med en prøve-rapportering.

der, mens noe var et resultat av mer selskaps-spesifikke hendelser. Blant annet møtte Norges Bank styrelederne i flere europeiske banker for å diskutere styrets rolle og temaer om velfungerende markeder.

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

Norges Bank gjennomførte i 2012 tiltak for bedre å integrere målene for eierskapsutøvelsen med fondets investeringsbeslutninger, herunder en endring av den interne organiseringen. Banken mener at omleggingen kan legge til rette for at analytikerne og forvalterne i større grad enn før vil kunne dele informasjon og vurderinger om stemmegivning og kontakt med selskaper. Banken framhever at det bidrar til en mer entydig kommunikasjon med selskapene.

I løpet av året videreutviklet Norges Bank en database med informasjon om forhold som angår miljø, samfunn og selskapsstyring i om lag 4 000 av de største selskapene fondet investerer i. Verdien av disse selskapene tilsvarer om lag 90 pst. av markedsverdien av fondets samlede aksjeinvesteringer. Databasen inneholder også finansiell informasjon om selskapene. Hensikten med databasen er å samle inn mer selskaps-spesifikk informasjon om blant annet klimagassutslipp og risikoinndikatorer om menneskerettigheter, helse, miljø og sikkerhet. Det samles også informasjon om leverandørkjedene til enkelte selskaper. Arbeidet med databasen viser at banken har nytte av at selskapene rapporterer om miljømessig og samfunnsmessig risiko. Informasjonen i databasen skal gi bankens analytikere og aksjeforvaltere et bredere grunnlag for å ta investeringsbeslutninger.

Diskusjonsnotater

Norges Bank publiserte flere diskusjonsnotater i 2012. Disse notatene tar opp temaer som er av betydning for utviklingen av forvaltningen av SPU. Målet med notatene er å stimulere til diskusjon om fondets investeringsstrategi. Norges Bank la blant annet fram et diskusjonsnotat om betydningen av likebehandling av aksjonærer og styrets ansvar, der banken blant annet beskriver forventninger til selskaper og styrer innenfor disse områdene. Notatet bygger på akademisk litteratur og innspill fra utvalgte styreledere, investorer og andre markedsaktører. Som et utgangspunkt forventer banken at styret i et selskap skal behandle alle aksjonærer likt og begrunne eventuelle avvik fra en slik praksis. Aksjonærene skal

samtidig kunne holde styret ansvarlig for sine beslutninger og resultatene av disse.

Norges Bank publiserte også et notat om det teoretiske grunnlaget for velfungerende finansmarkeder og årsaken til at effektive markeder er viktige for å nå langsiktige mål i forvaltningen av fondet. Notatet beskriver videre hvordan Norges Bank som forvalter kan arbeide for å fremme velfungerende finansmarkeder.

Stemmegivning, aksjonærforslag og investorsamarbeid

Norges Bank skriver i årsrapporten om SPU i 2012 at den aktivt bruker sin stemmerett som aksjonær i mer enn 7 000 selskaper for å ivareta fondets langsiktige interesser. I 2012 stemte banken ved over 10 000 ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger. Stemmegivningen var basert på bankens prinsipper for eierskapsutøvelse. Banken stemte for forslag som den anså vil fremme selskapenes langsiktige interesser og mot forslag som kunne undergrave fondets rettigheter som aksjonær. Blant annet stemte Norges Bank mot foreslåtte selskaps-sammenslåinger der styret ikke ville vært tilstrekkelig uavhengig av ledelsen. Banken stemte også mot transaksjoner i selskaper der større aksjonærer tidligere hadde forskjellsbehandlet andre aksjonærer.

Norges Bank har de seneste årene fremmet aksjonærforslag som tar sikte på å gjøre styret mer ansvarlig overfor aksjonærene. Blant annet har banken fremmet forslag der den ber om et vedtektsfestet skille mellom rollen som administrerende direktør og styreleder. En uavhengig styreleder er etter bankens syn en forutsetning for at styret skal kunne føre tilfredsstillende tilsyn med et selskap. Banken har i tillegg fremmet forslag om å gi aksjonærene i flere amerikanske selskaper rett til å foreslå styremedlemmer i innkallingen til generalforsamlinger, såkalt «proxy access». Denne retten er viktig for god eierskapsutøvelse, men tungvint og kostbart å gjennomføre i USA. Norges Bank ønsker å forenkle prosessen og derigjennom bidra til å styrke aksjonærenes rettigheter. I 2012 fremmet Norges Bank slike forslag i fire amerikanske selskaper.

Norges Bank opplyser at den samarbeider med andre investorer for å stille mer kapital bak eget syn og for å vise at den ikke er alene om et slikt synspunkt. Banken deltar i forskjellige formelle nettverk med investorer og andre interessenter i kapitalmarkedene. Formålet er å fastsette standarder for god selskapsstyring og aktivt eierskap. Banken er eksempelvis med i International

Corporate Governance Network, Council of Institutional Investors og Asian Corporate Governance Association. Banken deltar videre i PRI, som er omtalt i boks 4.3.

I 2012 samarbeidet Norges Bank med blant annet Fidelity International, Capital Group International og APG Asset Management for å gjøre selve stemmegivningen mer effektiv. Samarbeid med andre investorer om barns rettigheter, klimaendringer og vannforvaltning er omtalt nedenfor.

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 valgt å se særlig på risiko knyttet til barns rettigheter, klimaendringer og knappe vannressurser. Banken har, som omtalt over, utarbeidet egne forventningsdokumenter om disse områdene. Hvert år kartlegger Norges Bank i hvilken grad selskaper i særlig utsatte sektorer oppfyller forventningene. Sektorundersøkelsene tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon som selskapene selv har lagt fram og omfatter rundt 500 selskaper innen hvert risikoområde.

Norges Bank la i første kvartal 2012 fram tre statusrapporter om selskapenes rapportering om risiko ved barns rettigheter, klimaendringer og vannforvaltning i 2011. Av 1 078 bedrifter som ble vurdert fikk kun 39 selskaper toppkarakter av banken, mens mer enn en tredjedel av selskapene fikk null poeng. De store selskapene var generelt best. I tillegg var selskaper i USA og Europa stort sett bedre til å rapportere enn asiatiske selskaper.

Dette var fjerde gang Norges Bank la fram en statusrapport om barns rettigheter, tredje gang det ble lagt fram rapport om klimaendringer og andre gang om vannforvaltning. Banken opplyser at den i 2012 tok kontakt med 60 av selskapene i undersøkelsen for å oppfordre dem til å forbedre sin rapportering. Selskapene Norges Bank kontaktet var enten ledende i sin industri eller av en viss størrelse i fondets aksjeportefølje. Målet var å få selskapene til å endre sin adferd og på denne måten påvirke andre selskaper i samme industri til å følge etter.

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 avsluttet i desember 2012 dialoger om barnarbeid med tre av fire selskaper med virksomhet i Indias bomullsfrøindustri. Dette skjedde etter at selskapene hadde rapportert om en nedgang i forekomsten av barnarbeid siden dialogene startet i 2007. Selskapene hadde i samme periode også utviklet systemer for å håndtere risikoen for barnarbeid og utvidet systemene til å omfatte flere typer frø og flere geografiske områder. Norges Bank fortsatte dialogen med ett av selskapene fordi selskapets rapportering om barnarbeid ikke var tilfredsstillende.

Norges Bank ble i 2012 medlem av en arbeidsgruppe som gir UNICEF råd om barn og næringslivets samfunnsansvar. I mars 2012 lanserte UNICEF, FNs Global Compact og Redd Barna prinsipper for hvordan bedrifter kan ta større ansvar for barns rettigheter.

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 deres lønnsomhet negativt. I 2012 utvidet Norges Bank forventningene på dette området til også å inkludere risiko ved tropisk avskoging. Slik avskoging bidrar til klimaendringer ved at store mengder karbon som er lagret i regnskog slipper ut i atmosfæren. Norges Bank forventer at selskaper som bidrar til slik avskoging skal innføre tiltak for å redusere avskoging eller plante ny tilvekst.

I første kvartal 2012 solgte Norges Bank seg ut av 23 selskaper som etter bankens vurdering ikke produserte palmeolje på en bærekraftig måte. Banken vurderte en rekke selskaper som bidro til tropisk avskoging gjennom sin virksomhet i palmeoljeindustrien i Malaysia og Indonesia. Norges Bank tok kontakt med flere av bedriftene for å få informasjon om hvordan de håndterte avskoging. Banken la spesielt vekt på om selskapene hadde sluttet seg til det såkalte «Roundtable on Sustainable Palm Oil», som er en internasjonal standard for sertifisering av bærekraftig palmeoljeproduksjon.

Norges Bank ble i fjor også medlem av Carbon Disclosure Project (CDP). Prosjektet er støttet av mer enn 600 institusjonelle investorer og søker blant annet å bedre selskapenes rapportering om risiko ved klimaendringer og begrensede vannressurser.

Vannforvaltning

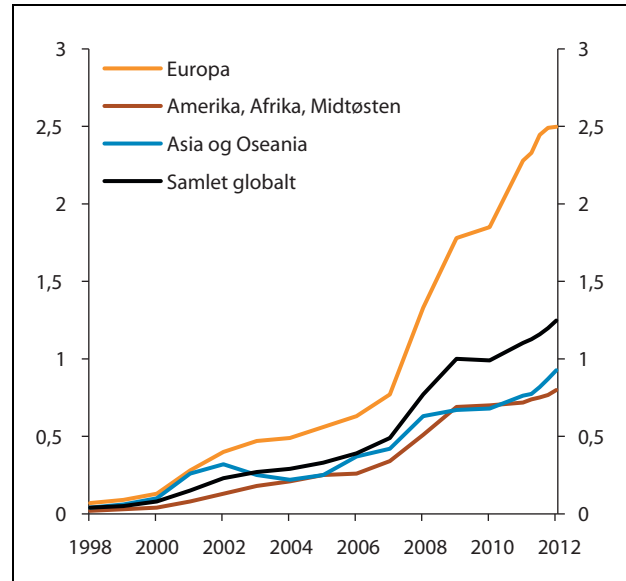
Begrenset tilgang til ferskvann er en økende risiko for mange selskaper. Norges Bank arrangerte i juli 2012 et seminar på den internasjonale vannuken i Singapore om behovet for å håndtere og rapportere om vannrelatert risiko hos selskaper i Asia og Australia. Veksten i økonomiene og befolkningene i denne regionen øker etterspørselen etter vann, samtidig som endringer i værforhold, forurensing og regelverk begrenser forsyningene. Norges Bank har siden 2011 hatt dialog med bedrifter i Asia og Australia som er særlig utsatt for slik risiko. Dialogen viser at selskapene i for liten grad håndterer vannrelatert risiko i sine leverandørkjeder. Norges Bank forventer at selskapene forbedrer sin måling og rapportering om vannforbruk og vannrelatert risiko, og at de standardiserer rapporteringen på dette området.

I samarbeid med det nederlandske pensjonsfondet PGGM var Norges Bank i 2012 også i samtaler med gruve- og kraftselskaper i Kina og India. Disse dialogene tok sikte på å bedre selskaperes rapportering om vannrelatert risiko.

Utviklingen i eierandelene i SPU

Ved utgangen av 2012 tilsvarte aksjeinvesteringene i SPU en gjennomsnittlig eierandel på 1,2 pst. av det globale noterte aksjemarkedet, målt ved markedsverdien av aksjeindeksen FTSE Global All Cap, jf. figur 4.33. I løpet av året økte andelen med 0,1 prosentenheter, i hovedsak på grunn av tilførsel av ny kapital. Fondet eide på samme tid om lag $\frac{3}{4}$ pst. av det globale obligasjonsmarkedet, målt ved obligasjonsindekser utarbeidet av Barclays Capital. Denne andelen er noe høyere enn ved utgangen av 2011. Eierandelene er gjennomgående høyest i Europa. Det skyldes at de europeiske aksje- og obligasjonsmarkedene inngår i referanseindeksen med en høyere vekt enn det som følger av markedenes størrelse, jf. avsnitt 2.1. Ved utgangen av 2012 eide fondet over 2 pst. i 891 selskaper og mer enn 5 pst. i 34 selskaper

Norges Bank har sett på fondets 1 000 største aksjebeholdninger ved utgangen av 2012. Banken anslår at SPU var blant de ti største aksjonærene i om lag 550 selskaper og blant de 20 største aksjonærene i om lag 840 selskaper. De høyeste plasseringene var i Europa, der fondet hadde nær halvparten av sine aksjeinvesteringer ved utgangen av året. Norges Bank understreker imidlertid i sin årsrapport at det er vanskelig å finne presise tall for hvor på aksjonærlisten fondet rangerer i alle selskaper.



Figur 4.33 Utviklingen i SPU's eierandeler i verdens aksjemarkeder, 1998–2012. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Norges Bank ivaretar fondets eierrettigheter. I mandatet for SPU er det stilt krav om at eierskapsutøvelsen skal være basert på internasjonalt anerkjente standarder og prinsipper, jf. boks 4.3. Økningen i eierandeler innebærer at fondet er blant de største aksjonærene i stadig flere selskaper. Det påvirker også forventningene som stilles til fondet som eier. Norges Bank deltar ikke i styrene i selskapene fondet er investert i. Banken vil opptre i tråd med de forventninger som stilles til de største aksjonærene blant annet om å delta i valgkomiteer, som er mest vanlig i Norden.

Dette endrer imidlertid ikke fondets rolle som finansiell investor. Hvorvidt en investering er strategisk eller finansiell avhenger av hvilket mål en investor har for sine investeringer og hvordan investoren gjennom sine handlinger bruker sin innflytelse. SPU er en finansiell eier med et klart siktemål om å oppnå en høyest mulig avkastning over tid innenfor moderat risiko.

4.4.3 Ansvarlig investeringspraksis og eierskapsarbeid i SPN

Folketrygdfondet har sikring av fondets finansielle interesser som overordnet mål for utøvelsen av fondets eierrettigheter. Det følger av mandatet fra Finansdepartementet. Videre skal Folketrygdfondet integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i hele investeringsvirksomheten, basert på internasjonalt anerkjente prinsipper for ansvarlig investeringsvirk-

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

Satsingsområder i eierskapsarbeidet

Aktiv oppfølging av selskapene bidrar etter Folketrygdfondets syn både til lavere risiko og god verdutvikling 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 opp selskapenes lederlønnspolitikk. Fondet har utarbeidet egne retningslinjer for lederlønnsordninger. Folketrygdfondet legger blant annet vekt på om lederlønnsordningene er utformet slik at de faktisk bidrar til en mer effektiv og resultatorientert selskapsledelse. Folketrygdfondet ser også på eventuelle opsjonsordninger og hva disse innebærer av verdioverføring fra aksjonærene til ledelsen i selskapene.

Folketrygdfondet har investert i enkelte sektorer der det er særlige utfordringer ved miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring. Fondet har derfor definert noen problemstillinger som det arbeides særskilt med. I 2012 har Folketrygdfondet valgt å prioritere arbeidet med oppdrettsnæringens miljøutfordringer og selskapers arbeid mot korrupsjon. Et annet saksområde 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. Folketrygdfondet legger vekt på å ha en konstruktiv dialog med selskapene om eierspørsmål og samfunnsansvar. Dette innebærer blant annet at Folketrygdfondet tar opp aktuelle miljømessige eller samfunnsmessige problemstillinger eller spørsmål om selskapsstyring med selskapenes ledelse. Slik får selskapene mulighet til å rette opp uakseptable forhold. Der som selskapene etter slike samtaler ikke iverksetter nødvendige tiltak, kan det være aktuelt for Folketrygdfondet å ta opp temaet på generalforsamling. Skulle heller ikke dette føre fram, vil Folke-

trygdfondet vurdere salg av aksjer i selskapet. Det siste året har Folketrygdfondet vært engasjert i dialog med flere selskaper om blant annet miljømessig rapportering, anti-korrupsjonsarbeid, menneskerettigheter, herunder arbeidstakerrettigheter, samfunnsansvar i nye geografiske områder, klimagassutslipp og andre miljømessige problemstillinger. I fondets eierrapport for 2012 opplyser Folketrygdfondet at fondet det siste året har ført dialog med 16 selskaper.

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

Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet gjelder for alle selskapene fondet 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 (se www.ftf.no) og omhandler følgende områder:

- Folketrygdfondets samfunnsoppdrag
- Folketrygdfondets særtrekk og investeringsfilosofi
- Verdier for eierskapsutøvelsen
- Sentrale eierspørsmål
- Operasjonalisering av eierskapsutøvelsen
- Utfordringer knyttet til eierskapsutøvelsen

Folketrygdfondet anser at både miljøutfordringer og korrupsjon er eksempler på problemstillinger som kan utgjøre stor finansiell risiko i fondets portefølje. Som en hjelp til å håndtere risiko har Folketrygdfondet utarbeidet analyser om problemstillinger knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring, såkalte ESG-analyser, for hvert av selskapene i den norske porteføljen. I analysene inngår en vurdering av om selskapet har nedfelt retningslinjer for håndtering av ulike samfunns- og miljøspørsmål, hvordan disse retningslinjene er gjennomført og om selskapet rapporterer om etterlevelsen av dem. Analysene danner grunnlag for individuell oppfølging av selskapene.

Siden 2009 har Folketrygdfondet hatt en egen analytiker for ansvarlig investeringspraksis. Analytikeren arbeider sammen med porteføljeforvalterne i aksjeavdelingen. Folketrygdfondet har valgt denne organiseringen for å sikre at arbeidet med ansvarlig investeringspraksis er integrert både i investeringsvirksomheten og i oppfølgingen av hvert enkelt selskap.

Folketrygdfondet overvåker selskapene som inngår i den norske aksje- og obligasjonsporteføljen gjennom en systematisert overvåkingstjeneste levert av en ekstern tjenesteleverandør. Folketrygdfondet blir varslet dersom selskaper i fondets portefølje er mistenkt for atferd som kan utgjøre brudd på internasjonale normer, konvensjoner eller retningslinjer knyttet til blant annet miljø, menneskerettigheter og korrupsjon. Hensikten er å følge med på om selskapene etterlever både sine egne og anerkjente eksterne retningslinjer for ansvarlig forretningsvirksomhet, samt at virksomheten opererer i tråd med Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet.

Fra 1. desember 2012 ble overvåkingen utvidet til også å inkludere selskaper som inngår i den nordiske aksje- og renteporteføljen. Det innebærer at alle Folketrygdfondets investeringer nå er gjenstand for løpende overvåking. Tjenesteleverandøren vil kunne gå i dialog med selskapet på vegne av Folketrygdfondet i situasjoner der fondet har begrensede eierrettigheter eller muligheter for dialog. Hensikten med en slik dialog vil være å framskaffe informasjon og klargjøre fakta, samt bidra til forbedringer i selskapets håndtering av spesifikke miljømessige eller samfunnsmessige problemstillinger eller spørsmål om selskapsstyring. Dialogen skal basere seg på Folketrygdfondets eksisterende praksis for dialog med selskaper i den norske aksjeporteføljen.

For investeringer i nordiske aksjer og obligasjoner utstedt av nordiske selskaper, følger Folketrygdfondet videre de beslutninger Finansdepartementet tar på bakgrunn av tilrådingene fra Etikkrådet for SPU. Dersom departementet tar selskaper ut fra investeringsuniverset til SPU, utelukkes de også fra SPNs investeringsunivers.

Stemmegivning og deltakelse i styringsorganer

Aktiv deltakelse på selskapenes generalforsamlinger er en annen viktig del av eierskapsarbeidet. Folketrygdfondet stemmer på generalforsamlingene i samtlige selskaper der det er aksjonær på tidspunktet for generalforsamling. Det innebærer at Folketrygdfondet totalt har stemt på 61 generalforsamlinger i selskaper notert på Oslo Børs i generalforsamlingssesongen 2012. Folketrygdfondet stemte i perioden mot 20 forslag på generalforsamlingene til ni forskjellige selskaper. Forslagene gjaldt blant annet lederlønn og opsjonsprogrammer.

For den nordiske porteføljen har Folketrygdfondet avgitt stemmer på til sammen 93 generalforsamlinger, samtlige ved fullmakt med stemmeinstruks. I Norden har Folketrygdfondet stemt mot, eller avstått fra å stemme, i 25 av de sakene der styrene har fremmet forslag. I tillegg har fondet stemt mot 17 aksjonærforslag.

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

Folketrygdfondet rapporterer årlig om sin utøvelse av eierrettigheter i eierrapporten. 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 stemmegivingen og eierrapporten er tilgjengelige på Folketrygdfondets hjemmeside.

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.

Folketrygdfondet meldte seg inn i PRI i 2008. Folketrygdfondet deltar også i Carbon Disclosure Project (CDP), som årlig blant annet utarbeider en spørreundersøkelse om bedrifters klimagassutslipp. Informasjon samlet inn gjennom CDP blir innarbeidet i Folketrygdfondets selskaps-spesifikke ESG-analyser.

Folketrygdfondet er en aktiv deltaker i Styre-instituttet, Norske Finansanalytikerens Forening og Eierforum. Folketrygdfondet er videre en av initiativtakerne bak nylanseringen av Norsif, som skal fremme kunnskap om og bidra til utviklingen av fagområdet ansvarlige investeringer. Medlemskap forplikter ikke medlemmer til å ha bestemte

holdninger om ansvarlige og bærekraftige investeringer. Foreningen skal heller ikke avgjøre høringsuttalelser eller uttale seg normativt vedrørende enkeltspørsmål på foreningens vegne. Norsif har mange internasjonale søsterorganisasjoner, blant annet i de skandinaviske landene. Eurosif er en paraplyorganisasjon for mange av de europeiske foreningene. Finans Norge (FNO) skal fungere som Norsifs sekretariat.

4.4.4 Observasjon og utelukkelse av selskaper

Etter retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU's investeringsunivers skal selskaper tas ut 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 nettsider (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 Finansdepartementet å oppheve en tidligere beslutning om utelukkelse eller observasjon. Åtte selskaper er tatt inn igjen i SPU's investeringsunivers fordi grunnlaget for utelukkelse ikke lenger var til stede. Observasjonen av ett selskap er blitt avsluttet av samme grunn.

Siden forrige melding til Stortinget om forvaltningen av fondet har departementet kunngjort åtte beslutninger om observasjon og utelukkelse. Tre nye selskaper er utelukket fra fondet og ett selskap er satt til observasjon. Videre er utelukkelsen av tre selskaper opphevet, og observasjonen av ett selskap er avsluttet. Ved utgangen av mars i år var således 55 selskaper utelukket og to selskaper satt til observasjon.

Produktbasert utelukkelse

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

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

sjonsunntak 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 selskapets virksomhet.

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 er i strid med fondets retningslinjer. Dersom selskaper bekrefter rådets opplysninger, avgir rådet en tilråding om å utelukke selskapet. Selskaper som ikke besvarer henvendelsen, blir anbefalt utelukket hvis Etikkrådets dokumentasjon viser at selskapene med stor sannsynlighet har produkter som omfattes av utelukkelseskriteriene. Ved å følge denne prosedyren sikrer 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 overvåkingsystem.

38 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, 19 selskaper produserer tobakk og ett selskap for salg av militært materiell til Myanmar (Burma).

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, eller
- andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

Etikkrådet identifiserer selskaper som bør vurderes ved nyhetsovervåkning, henvendelser fra interessegrupper, og systematiske gjennomganger av problemområder. Rådet benytter blant annet et eksternt konsulentfirma som løpende søker på mange språk på internett etter nyhetsoppslag om alle selskapene i porteføljen. Rådet mottar månedlige rapporter fra konsulenten. Etikkrådet mottar og vurderer også henvendelser fra personer og organisasjoner som ber rådet vurdere selskaper eller problemstillinger.

Etikkrådet studerer videre enkelte problemstillinger eller sektorer der det etter rådets 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 konsulent-selskaper, forskere og frivillige organisasjoner i det landet der de påståtte normbruddene finner sted. Slike oppdrag kan for eksempel omfatte feltarbeid og vurderinger av dokumentasjon. Etikkrådet har siden 2009 hatt en rammeavtale med et konsultentselskap som bistår ved nærmere undersøkelser av selskaper.

I 2010 besluttet Etikkrådet å se nærmere på ni problemstillinger på miljøområdet. I 2012 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.

På menneskerettighetsområdet har Etikkrådet utredet bruk av tvangsarbeid i ulike typer virksomhet for å identifisere selskaper der risikoen for tvangsarbeid er særlig høy. Rådet har fortsatt å følge med på produksjonen av hybride bomullsfrø i India på grunn av den høye risikoen for barnarbeid i denne sektoren. Etikkrådet har også i flere år fulgt særlig med på naturressursutvinning i Den demokratiske republikken Kongo, bygging av bosettinger på Vestbredden og mineralressursutvinning i Vest-Sahara. Rådet har i 2012 kartlagt oljeselskaper som utvinner olje i Ekvatorial Guinea. Terskelen for uttrekk er høy, og bare en liten del av Etikkrådets arbeid munner ut i tilrådinger.

Etikkrådet har lenge fulgt særlig med på infrastrukturinvesteringer i Myanmar. I brev til Finansdepartementet 11. oktober 2007 skrev rådet at det ville tilrå å utelukke selskaper som inngår avtaler om for eksempel bygging av oljerørledninger i landet. Bakgrunnen var de omfattende bruddene på menneskerettighetene ved store infrastrukturprosjekter. Normalt vurderer Etikkrådet et pågående normbrudd opp mot retningslinjer for observasjon og utelukkelse. I dette tilfellet mente Etikkrådet at risikoen for å medvirke til menneskerettighetsbrudd allerede i utgangspunktet var uakseptabel. Dette innebar at Etikkrådet vil tilrå å ta ut selskaper allerede ved kontraktinngåelse og ikke vente til eventuelle menneskerettighetsbrudd hadde funnet sted. I februar 2012 ba departementet om Etikkrådets generelle vurdering av selskaper med virksomhet i Myanmar, i lys av at de politiske forholdene i landet har endret seg. I april 2012 skrev Etikkrådet til Finansdeparte-

mentet at det heretter vil vurdere selskapers virksomhet i Myanmar på lik linje med virksomhet i andre områder, og spesielt følge med på selskapers medvirkning til eventuelle menneskerettsbrudd i forbindelse med store infrastrukturbygginger. Rådet skrev videre at det ikke lenger er grunnlag for å tilrå utelukkelse av selskaper alene på grunnlag av kontraktsinngåelse i forbindelse med slike prosjekter.

Etikkrådet kontakter selskaper på et relativt tidlig stadium i utredningen av sakene. Selskapene bes om å besvare spørsmål eller sende rådet konkrete dokumenter. I 2012 kontaktet Etikkrådet over 60 selskaper. Tidvis ber selskaper om å få møte rådet. I 2012 møtte rådet ni selskaper. Etikkrådet legger vekt på å få informasjon direkte fra selskaper, men avgir også tilrådinger om selskaper som ikke besvarer rådets henvendelser.

I alt er 17 selskaper utelukket fra SPU etter disse kriteriene. To av selskapene er utelukket på grunnlag av medvirkning til grove eller systematiske krenkelsers av menneskerettighetene, ti selskaper er utelukket fordi de anses å forårsake grov miljøskade, to selskaper er utelukket på grunnlag av andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer, og tre er utelukket på grunnlag av alvorlige krenkelsers av 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 besluttet å sette et selskap til lukket observasjon under kriteriet alvorlige krenkelsers av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner. Lukket observasjon kan brukes i tilfeller der særlige hensyn tilsier det, jf. retningslinjer for observasjon og utelukkelse § 3 annet ledd. Beslutningen gjøres da bare kjent for Norges Bank og Etikkrådet. I Meld. St. 10 (2009–2010) avsnitt 4.6.2 ble det gitt en beskrivelse av muligheten for bruk av lukket observasjon:

«Etter departementets syn bør offentliggjøring være hovedregelen. I visse tilfeller kan det imidlertid være konkrete forhold som tilsier at en beslutning om observasjon ikke bør gjøres offentlig kjent, selv om det kan være gode grunner til å følge opp et selskap mer inngå-

ende. Det kan tenkes tilfeller hvor offentliggjøring av observasjon kan være lite hensiktsmessig dersom det allerede er en positiv utvikling i selskapet, for eksempel etter initiativ fra andre aktører. For å sikre hensynet til Stortingets og allmennhetens innsyn i anvendelsen av de nye retningslinjene, bør slike beslutninger rapporteres i den årlige meldingen til Stortinget om forvaltningen av fondet, eventuelt i anonymisert form.»

Etikkrådet informerer departementet årlig om status for selskapene som er satt til observasjon. Rådet vil avgi ny tilråding om disse selskapene etter at observasjonsperioden er slutført.

4.4.5 Strategirådet for SPU

Departementets ambisjon er at forvaltningen av Statens pensjonsfond skal følge beste praksis for ansvarlige investeringer. Finansdepartementet har i mange år benyttet eksterne rådgivere som del av arbeidet med å videreutvikle forvaltningen av fondet og styrke grunnlaget for den langsiktige investeringsstrategien. Strategirådet for SPU har spilt en viktig rolle i dette arbeidet.

Gjennom uavhengige og kritiske evalueringer skal Strategirådet gi råd om hvordan investeringsstrategien kan videreutvikles. Det skal videre bidra til økt åpenhet og faglig debatt om viktige valg knyttet til fondets investeringsstrategi. I 2010 avga Strategirådet for SPU en rapport om hvordan fondets særtrekk kunne utnyttes best mulig, mens rådet i 2011 arrangerte et internasjonalt seminar om viktige temaer for arbeidet med videreutvikling av investeringsstrategien for SPU, jf. Meld. St. 15 (2010–2011) og Meld. St. 17 (2011–2012).

For 2013 har departementet gitt Strategirådet i oppdrag å utarbeide en rapport om den overordnede strategien for ansvarlig investeringspraksis i SPU. Det er snart ti år siden en innførte etiske retningslinjer for forvaltningen av SPU. Dette har gitt viktige erfaringer i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis. Det er bygget opp verdifull kompetanse i Etikkrådet, Norges Bank og Finansdepartementet. Samtidig er ansvarlig investeringspraksis et område i stadig endring, og det er derfor naturlig at strategien videreutvikles i takt med dette. Strategirådets arbeid i 2013 vil gi viktige innspill til arbeidet med å videreutvikle strategien.

Rådet for 2013 består av fem medlemmer. Elroy Dimson (London Business School og Cambridge Judge Business School) leder rådets arbeid og har lang erfaring fra Strategirådet. Dimson er professor i finans, og hans forskningsområ-

der inkluderer blant annet ansvarlige investeringer. Øvrige medlemmer er Idar Kreutzer (administrerende direktør i Finans Norge), Rob Lake (leder for ansvarlige investeringer i PRI), Hege Sjo (Hermes Fund Management) og Laura Starks (professor i finans ved University of Texas). Rådet vil også konsultere andre eksperter innenfor ansvarlig investeringspraksis.

I den senere tid er oppmerksomheten internasjonalt i økende grad blitt rettet mot å integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø- og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksomheten. Dette er også et krav som er stilt i mandatet for SPU. Strategirådet skal i sin rapportering bygge på erfaringer med arbeidet med ansvarlig investeringspraksis så langt og sammenlikninger med andre fond, jf. boks 4.4. Rådet skal vurdere hvordan en kan lukke eventuelle avvik fra beste praksis internasjonalt.

Departementet er opptatt av å avdekke eventuelle svakheter ved dagens system for ansvarlig investeringspraksis i SPU med sikte på å forbedre dette ytterligere. Retningslinjene for ansvarlig investeringspraksis legger vekt på muligheten fondet har som investor til å bidra til endringer i positiv retning, både i markeder, sektorer og i enkeltelskaper. Det er også et uttalt mål at de virkemidlene en har til rådighet skal samordnes best mulig for å kunne øve en slik påvirkning.

Finansdepartementet har bedt Strategirådet om å vurdere hvordan de samlede ressursene og kompetansen best kan utnyttes for å styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis. Strategirådet kan foreslå endringer det mener kan styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, herunder operasjonelle og institusjonelle endringer.

Rapporten skal ikke evaluere Norges Banks operative forvaltning av fondet eller tilrådinger Etikkrådet har avgitt om observasjon og utelukkelse.

Strategirådet vil legge fram sin rapport til høsten. Eventuelle forslag fra rådet til endringer i strategien for ansvarlig investeringspraksis vil i tråd med vanlig praksis bli gjenstand for en åpen drøfting.

4.4.6 Etikkrådets ressursituasjon

I forbindelse med Stortingets behandling av Meld. St. 17 (2011–2012) skrev et flertall i finanskomiteen i Innst. 361 S (2011–2012):

«Flertallet viser til at det i evalueringen i 2009 ble lagt vekt på å bedre samvirket mellom virkemidlene som henholdsvis Etikkrådet og

Norges Bank er ansvarlig for, og at de nye retningslinjene fra 2010 legger opp til dette. Dette stiller store krav til Etikkrådets og Norges Banks virksomhet. Flertallet ber regjeringen vurdere om rådets ressursituasjon er i samsvar med utvidelsen av rådets oppgaver knyttet til omleggingen av den ansvarlige investeringspraksisen og utvidelsen av fondets kapital.»

Etikkrådet består av fem medlemmer. I tillegg har rådet et sekretariat. Siden oppstarten i 2004 har antall ansatte i sekretariatet økt fra fem til åtte. Etikkrådet benytter konsulentselskaper, forskere og frivillige organisasjoner for å dokumentere selskapers virksomhet. Etikkrådet har siden 2009 hatt en rammeavtale med et konsulentselskap som bistår ved nærmere undersøkelser av selskaper. I tillegg benytter rådet blant annet et eksternt konsulentfirma som søker på internett etter nyhetsoppslag om alle selskapene i porteføljen for å fange opp selskaper med virksomhet som kan være i strid med retningslinjene, jf. nærmere omtale i avsnitt 4.4.4.

Etikkrådet arbeider systematisk og godt med hele sitt ansvarsområde. Rådet avgir jevnlig tilrådinger og har vurdert virksomheter etter alle kriteriene for utelukkelse i retningslinjer for observasjon og utelukkelse. Rådet har vurdert langt flere selskaper enn det er avgitt tilrådinger om. Etikkrådet oppgir i årsrapporten for 2012 at de hadde 230 selskaper under arbeid i løpet av året.

Økningen i fondets størrelse gir etter departementets vurdering ikke noen direkte økning i Etikkrådets ressursbehov. Rådet skal vurdere selskapers virksomhet, og antallet selskaper i porteføljen øker ikke med porteføljens størrelse.

Snarere er antall selskaper i porteføljen redusert de siste årene, fra i underkant av 8 500 ved utgangen av 2010 til om lag 7 400 ved utgangen av 2012. Forholdet mellom Etikkrådets budsjett og antall selskaper i porteføljen er imidlertid heller ikke noen god indikator på om ressursituasjonen er tilfredsstillende. Selv om det er mange selskaper som inngår i fondets portefølje, er det ikke slik at Etikkrådet skal ha inngående kjennskap til mange selskaper. Det må ses på bakgrunn av at det er flere mekanismer som på forskjellig vis overvåker eller kontrollerer atferden til selskapene i fondets portefølje. For det første er selskapene underlagt nasjonale og internasjonale lover. Mange selskaper har også valgt å slutte seg til frivillige prinsipper eller retningslinjer.⁹ Ved børsnotering følger egne plik-

⁹ For eksempel er det over 7 000 selskaper som støtter FN's Global Compact.

Boks 4.4 Mandat for Strategirådet 2013

Formålet med Statens pensjonsfond utland (SPU) er å støtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og sikre langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter. Siktemålet med investeringene er å oppnå en høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen i fondet innenfor et moderat nivå på risiko. På denne måten søker vi å sikre at både dagens og framtidige generasjoner får mest mulig nytte av våre felles sparepenger.

Målet om god finansiell avkastning er nært knyttet til vår ambisjon om å være en ansvarlig investor. Fondets rolle som ansvarlig investor er klargjort gjennom blant annet egne retningslinjer for observasjon og utelukkelse. Etikkrådet gir råd til Finansdepartementet om observasjon og utelukkelse i tråd med disse retningslinjene. I henhold til mandatet for SPU skal Norges Bank utøve fondets eierinteresser og integrere hensynet til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksomheten, i tråd med internasjonale prinsipper for ansvarlig investeringspraksis og under hensyntagen til formålet med fondet.

Fondets strategi for ansvarlig investeringspraksis omfatter i dag flere områder:

- internasjonalt samarbeid og bidrag til utvikling av beste praksis,
- miljørelaterte investeringer,
- forskning og utredning,
- eierskapsutøvelse og
- observasjon og utelukkelse av selskaper.

Både Finansdepartementet og Norges Bank deltar, som eier og forvalter av fondet, i internasjonale fora der god praksis for ansvarlige investeringer diskuteres og utvikles.

Formålet med Strategirådet 2013

- Formålet med Strategirådet er å bidra til å styrke legitimiteten til og grunnlaget for den langsiktige investeringsstrategien for SPU. Gjennom uavhengige og kritiske evalueringer skal Strategirådet gi råd om hvordan investeringsstrategien kan videreutvikles og bidra til økt åpenhet og debatt om viktige valg knyttet til fondets investeringsstrategi. Rådet skal vurdere hvordan en kan lukke eventuelle avvik fra beste praksis internasjonalt for ansvarlige investeringer slik at fondet er en pådriver for utviklingen.

Virkemidler/vurderingsgrunnlag

- Rådets medlemmer skal utarbeide en offentlig rapport og legge fram denne. Hovedvekten av rapporten skal være på fondets overordnede strategi for ansvarlig investeringspraksis og bygge på erfaringer med arbeidet så langt og sammenlikninger med andre fond. Rapporten skal ikke evaluere Norges Banks operative forvaltning av fondet eller de tilråinger Etikkrådet har avgitt om observasjon og utelukkelse.
- Allerede i rapporten fra Graverutvalget ble spørsmålet om konsistens mellom norsk politikk på ulike områder og etiske retningslinjer for fondet diskutert. Erfaringer viser at denne problemstillingen fortsatt er aktuell. Disse erfaringene bør være en del av vurderingsgrunnlaget for Strategirådet.

Prioriteringer i rapporten for 2013

- Rapporten skal vurdere og kommentere målene for SPU's ansvarlige investeringspraksis og sammenlikne disse med tilsvarende mål for sammenliknbare fond.
- Rapporten skal omtale beste praksis for ansvarlig investeringspraksis hos andre fond og sammenlikne funnene med strategien for ansvarlig investeringspraksis i SPU.
- Rapporten skal omtale hvilken rolle fondets bidrag til forskning, utredning og internasjonale initiativer kan spille i utviklingen av beste praksis. Utviklingen av standarder for rapportering om miljø- og samfunnsmessige forhold samt god styringsstruktur (såkalte ESG-hensyn) skal være av en del av omtalen.
- Vurderingene i rapporten skal omhandle både obligasjons- og aksjeporteføljen til SPU.
- Rapporten skal vurdere hvordan de samlede ressursene og kompetansen i Finansdepartementet, Etikkrådet og Norges Bank best kan utnyttes for å styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis.
- Rapporten skal vurdere den operasjonelle risikoen som følger av dagens rammeverk. Strategirådet kan foreslå tiltak det anser vil redusere slik risiko.
- Strategirådet kan foreslå endringer det mener kan styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, herunder operasjonelle og institusjonelle endringer.

Rapporten skal legges fram innen utgangen av oktober 2013.

ter. Internt følges selskapsledelsen opp av styret og generalforsamling. Ekstern- og internrevisjon er også viktige kontrollfunksjoner. Sist er det mange såkalte eksterne interessenter, som forbrukergrupper og andre interesseorganisasjoner, som følger mange selskapers virksomhet tett. En vurdering av ressursbehovet i Etikkrådet må ses i lys av at Etikkrådet er ment å fange opp tilfeller der kontroll- og overvåkingsmekanismene beskrevet over ikke er tilstrekkelige.

Etikkrådets budsjetter vurderes løpende. Departementet viser til at Strategirådet, jf. omtalen i avsnitt 4.4.5, blant annet skal vurdere hvordan de samlede ressursene og kompetansen i Finansdepartementet, Etikkrådet og Norges Bank best kan utnyttes for å styrke arbeidet med ansvarlig investeringspraksis. Etter departementets vurdering er det naturlig å avvente resultatene av dette arbeidet før en vurderer Etikkrådets ressursituasjon nærmere.

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 to deler, 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. Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009, Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 og Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011. Det er bred enighet i Stortinget om rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond, jf. Innst. S. nr. 277 (2008–2009), Innst. 373 S (2009–2010), Innst. 138 S (2010–2011), Innst. 246 S (2010–2011) og Innst. 361 S (2011–2012).

Departementet arbeider løpende med å videreutvikle rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Siktemålet er at rammeverket gjenspeiler investeringsstrategien på en god måte samtidig som styringsstruktur og regulering er i tråd med ledende praksis internasjonalt.

Det samlede rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond er tilgjengelig på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf). Utfyllende regler om forvaltningen fastsatt av

hovedstyret i Norges Bank og styret i Folketrygdfondet er tilgjengelige på forvalternes respektive nettsider (www.nbim.no og www.ftf.no).

I avsnitt 5.2 er det gjort rede for enkelte endringer i mandatet for forvaltningen av SPU. Endringene trådte i kraft 1. januar 2013.

5.2 Endringer i mandatet for SPU

Departementet fastsatte retningslinjer for investeringer i eiendom 1. mars 2010, jf. Meld. St. 10 (2009–2010). Retningslinjene innebærer at Norges Bank over tid skal plassere inntil 5 pst. av kapitalen i en egen eiendomsportefølje. Andelen investert i obligasjoner skal reduseres tilsvarende. Som beskrevet i Meld. St. 10 (2009–2010), er det forventet at det vil ta flere år å bygge opp en eiendomsportefølje som utgjør 5 pst. av fondets kapital.

Finansdepartementet har med virkning fra 1. januar 2013 presisert i mandatet for SPU at eiendomsporteføljen kan investeres globalt. Investeringene var fram til årsskiftet konsentrert om Europa, fordi det har vært usikkert hvordan eiendomsinvesteringer utenfor Europa og da spesielt i USA, vil kunne påvirke fondets skattekostnader, jf. brev fra Norges Bank 12. oktober 2009.

Denne avgrensningen ble omtalt i Meld. St. 15 (2010–2011). Det ble der vist til at departementet og Norges Bank arbeidet med å avklare skattemessige og rettslige forhold i Asia, Oseania og Amerika. Videre ble det vist til at departementet tok sikte på å utvide fordelingen på land etter hvert som en fant det forsvarlig å inkludere nye markeder.

I brev 2. oktober 2012 til Finansdepartementet skriver Norges Bank at den skattemessige usikkerheten er tilstrekkelig redusert til at det bør åpnes for globale investeringer i eiendomsporteføljen.

I USA legger Norges Bank opp til at investeringer kan gjøres i unoterte Real Estate Investment Trusts (REITs) hvor amerikanske partnere eier mer enn 50 pst. Den skisserte investeringsformen

er innenfor mandatets bestemmelser og ligger nært opp til investeringsformene som hittil er benyttet i Europa. Nye investeringer i eiendom vil være betinget av at Norges Bank foretar en grundig investeringsgjennomgang av blant annet skattemessig risiko, jf. mandatet for SPU.

I likhet med hva som gjøres i forbindelse med eiendomsinvesteringer i Europa, legger banken opp til å opprette datterselskaper ved investeringer i nye land. Slike selskaper bidrar til å avgrense og klargjøre risiko og ansvar. Begrensning av økonomisk risiko er viktig ved alle former for investeringer. Ved å opprette datterselskaper for eiendomsinvesteringene begrenses det økonomiske ansvaret til kapitalen i datterselskapet. Norges Banks valg av selskapsstrukturer for eiendomsinvesteringene i Europa ble omtalt i Meld. St. 17 (2011–2012).

For investeringene i USA legger banken opp til å opprette datterselskaper i den amerikanske delstaten Delaware. Nesten halvparten av alle noterte selskaper i USA har deler av selskapsstrukturen i Delaware. I likhet med Luxembourg, der banken også har opprettet datterselskaper, vurderes Delaware å ha gode og forutsigbare juridiske rammevilkår for næringsvirksomhet.

I mandatet til Norges Bank stilles det krav om hvor eiendomsselskaper og -fond i eiendomsporteføljen kan være etablert. Det kreves at unoterte selskaper og fond skal være etablert i land som Norge har skatteavtaler med eller i andre land som Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra. USA tilfredsstiller disse kravene.

Bankens avtaler og selskapsdokumenter sikrer nødvendig innsyn i selskapene både for bankens internrevisjon, som er hovedstyrets tilsynsorgan, for bankens eksterne revisjon, og for representantskapet, som er Stortingets tilsynsorgan for Norges Bank, jf. omtale i avsnitt 4.3.1.

Som følge av at det er åpnet for globale eiendomsinvesteringer er det også foretatt enkelte andre justeringer i mandatet for SPU. Blant annet er det presisert at avkastningsmålet for eiendomsporteføljen som Norges Banks oppnådde avkastning sammenliknes med, er endret til en global eiendomsindeks fra IPD. Videre er rammene for investeringer i land, sektorer mv. endret slik at det er delegert til Norges Bank å fastsette rammer som begrenser risikoen i eiendomsporteføljen. Det er stilt krav om at disse risikorammene skal legges fram for departementet før ikrafttredelse,

tilsvarende det som gjelder for aksje- og obligasjonsporteføljen i SPU.

Norges Bank har som følge av endringene i mandatet fastsatt nye supplerende risikorammer i hovedstyrets investeringsmandat for leder av NBIM med virkning fra 1. januar 2013. Endringene er, i tråd med mandatet for SPU, blitt lagt fram for departementet, som har tatt disse til etterretning.¹ I det følgende omtales noen av de endrede rammene.

Supplerende risikorammer fastsatt av Norges Bank

Norges Bank har fastsatt rammene for eiendomsporteføljens investeringer i land og sektorer som andeler av den strategiske allokeringen til eiendom på inntil 5 pst.

Investeringer i enkeltland er i utgangspunktet begrenset til 10 pst. av den strategiske allokeringen til eiendom. Det betyr at investeringene i ett land kan utgjøre inntil 0,5 pst. av fondets kapital. For USA, Storbritannia, Frankrike og Tyskland er grensen satt til 35 pst. Det betyr at inntil 1,75 pst. av fondets verdi kan være investert i hvert av disse landene.

Banken har fastsatt den øvre grensen for eiendomsporteføljens samlede investeringer i framvoksende markeder til 10 pst. av den strategiske allokeringen til eiendom på inntil 5 pst.

Rammene for investeringer i sektorer er fastsatt slik at investeringer i kontorbygg og detaljhandel hver for seg ikke kan overstige 60 pst. av den strategiske allokeringen til eiendom, mens investeringer i de andre sektorene ikke kan overstige 30 pst.

I forkant av nye investeringer i alle markeder vil banken vurdere ulike sider ved risikoen ved eiendomsinvesteringen.

Norges Bank har fastsatt at investeringer i renteinstrumenter og i noterte egenkapitalinstrumenter hver for seg ikke kan overstige 25 pst. av den strategiske allokeringen til eiendom på inntil 5 pst. Tidligere har denne grensen vært satt som andel av den til enhver tid gjeldende størrelse på eiendomsporteføljen.

Banken har opplyst at endringene vil sikre tilstrekkelig fleksibilitet for å fase inn en global eiendomsportefølje.

¹ Hovedstyrets investeringsmandat for leder av NBIM (CEO Investment Mandate) er publisert på Norges Banks nettsider (www.nbim.no).

Del II
Temaartikler

6 Systematiske risikofaktorer i aksjemarkedet

6.1 Innledning

Finansteorien beskriver hvordan investorer bør sette sammen sine porteføljer når framtidig avkastning er usikker. Den såkalte kapitalverdimodellen viser at investorene oppnår det beste forholdet mellom avkastning og risiko ved å kombinere en risikofri investering med en markedsverdivektet portefølje av alle risikable aktiva. Markedsverdivekter i en aksjeportefølje betyr at hver enkelt aksje inngår i porteføljen med en vekt tilsvarende den verdien aksjen utgjør av den samlede markedsverdien av alle risikable investeringer. Kapitalverdimodellen har hatt stor innflytelse. De fleste investorer benytter i dag markedsverdivekter som utgangspunkt for sine investeringer i aksjemarkedet. Indekser basert på markedsverdivekter har også praktiske fordeler ved at de er kostnadseffektive, transparente og beskriver investeringsmulighetene i aksjemarkedet på en god og objektiv måte.

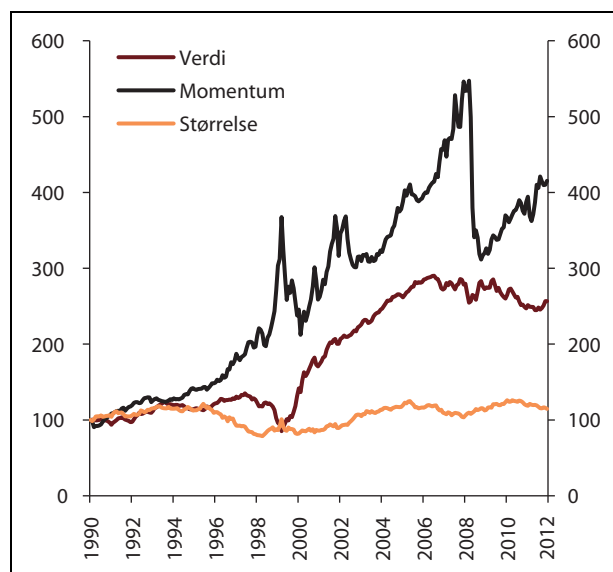
Kapitalverdimodellen er basert på en rekke forutsetninger, og empirisk forskning viser at modellen ikke gir en fullgod beskrivelse av finansmarkedene. Studier viser blant annet at det er flere systematiske mønstre i avkastningen av aksjer. Slike mønstre gjør at aksjeporteføljer satt sammen på en annen måte enn en markedsverdivektet indeks har hatt høyere historisk avkastning. I dette kapitlet beskrives fem slike mønstre: verdi, størrelse, momentum, likviditet og lav volatilitet. Se tabell 2.1 i kapittel 2 i denne meldingen for en definisjon av faktorene.

Det er ulike forklaringer på hvorfor mønstrene har gitt meravkastning over tid. Risikobaserte forklaringer er basert på at avkastningen er kompensasjon for ulike former for risiko. Et annet syn er at mønstrene gjenspeiler irrasjonell atferd hos deler av investorene. Normalt vil rasjonelle investorer sørge for at aksjekursene korrigeres for irrasjonelle investorers atferd. Atferdsbaserte forklaringer åpner imidlertid for at irrasjonell atferd i perioder kan skape trender og overreaksjoner i aksjekurser. Rasjonelle investorer som investerer mot trendene risikerer da store kurstap. Med

slike tap risikerer en forvalter å miste kunder og markedsandeler. Rasjonelle investorer kan derfor være varsomme med å investere mot slike irrasjonelle trender og overreaksjoner. På kort sikt kan det til og med være rasjonelt å følge trenden.

Figur 6.1 viser akkumulert avkastning av mønstrene verdi, størrelse og momentum. Avkastningen av størrelse reflekterer forskjellen i risikojustert avkastning mellom gruppen aksjer med lavest markedsverdi og gruppen med høyest markedsverdi. Avkastning er derfor ikke avhengig av at aksjemarkedet stiger, men av forskjellen i avkastning mellom de to gruppene. Tilsvarende prinsipp er benyttet ved beregning av de andre mønstrene.

Alle de systematiske mønstrene i tabell 2.1 har over tid hatt positiv avkastning. En kan ikke se helt bort fra at de mønstrene som er avdekket oppstod ved tilfeldigheter. De fleste av mønstrene ble imidlertid avdekket for mer enn tjue år siden og har fortsatt å gjøre seg gjeldende siden. Mønstrene er også blitt påvist i flere andre markeder enn der de først ble identifisert.



Figur 6.1 Akkumulert avkastning av størrelse, verdi og momentum. Indeks

Kilde: Kenneth Frenchs hjemmeside.

6.2 Forklaringer basert på risiko

En sentral innsikt fra finansteorien er at risikoen ved aksjeinvesteringer kan reduseres ved å spre investeringene over flere aksjer. Risiko som ikke kan fjernes gjennom slik risikospredning, kalles systematisk risiko. Svingninger i konjunktorene, i inflasjonen eller i omsetteligheten i aksjemarkedet, kan være kilder til systematisk risiko.

Risikobaserte forklaringer legger til grunn at investorene foretrekker verdipapirer med lav systematisk risiko. Verdien av slike verdipapirer påvirkes mindre av nedgangskonjunkturer med arbeidsledighet og usikkerhet om framtidig inntekt. For verdipapirer med negativ avkastning i slike perioder, slik som for mange aksjer, vil investorene kreve en kompensasjon i form av høyere forventet avkastning. Forskjeller i forventet avkastning mellom aksjer kan derfor forklares med hvordan systematisk risiko påvirker verdien av aksjene.

En utfordring for empirisk forskning har vært å finne variabler som på en god måte fanger opp hvordan aksjer blir påvirket av systematisk risiko. Kapitalverdimodellen viser at investorene vil ønske å oppnå størst mulig risikospredning og at de vil spre sine investeringer over alle aksjer i aksjemarkedet. Under visse forutsetninger vil en markedsverdivektet aksjeportefølje med utgangspunkt i hele aksjemarkedet gi det beste forholdet mellom avkastning og risiko. Siden investorene ikke kan bedre forholdet mellom avkastning og risiko ytterligere, vil svingninger i markedsporteføljen gjenspeile den systematiske risikoen. Investorer vil kreve høyere forventet avkastning for aksjer som faller mye i verdi når hele aksjemarkedet faller (aksjer med høy markedsbeta), enn for aksjer som er mindre påvirket av slike fall.

Andre teoretiske modeller åpner for at flere faktorer enn kun markedsbeta kan forklare forskjeller i forventet avkastning mellom aksjer. Modellene gir ikke et klart svar på hvilke faktorer dette er, men makroøkonomiske variabler som påvirker hele aksjemarkedet er blitt trukket fram som mulige kandidater. Forskjeller i forventet avkastning mellom aksjer kan da forklares med hvordan verdien av aksjene påvirkes av den makroøkonomiske utviklingen.

Empiriske studier indikerer at markedsbetaen ikke gir en fullgod forklaring på aksjers avkastning. Undersøkelser gjort på amerikanske data gir heller ikke særlig støtte for at aksjers utsatthet for endringer i makroøkonomiske størrelser kan forklare forskjeller i avkastning mellom aksjer. En mulig forklaring kan være at det er vanskelig å finne data som fanger opp variasjoner i fundamen-

tale økonomiske forhold på en presis måte. En annen forklaring kan være at aksjemarkedene er en ledende indikator for makroøkonomien heller enn omvendt.

Det er naturlig å tro at selskapers risiko og evne til å håndtere ulike makroøkonomiske rammebetingelser også er påvirket av forhold som selskapes markedsposisjon, lønnsomhet, finansieringsstruktur, eierskap og refinansieringsbehov. Den empiriske forskningen har dokumentert flere sammenhenger mellom karakteristika ved selskapene og avkastning. Størrelses- og verdieffekten har imidlertid vist seg å være særlig robuste empirisk.

Størrelseseffekten viser at aksjer med lav markedsverdi har hatt høyere risikojustert avkastning enn aksjer med høy markedsverdi. Tilsvarende viser verdieffekten at selskaper med lav markedsverdi relativt til bokført egenkapital, har hatt høyere risikojustert avkastning enn selskaper med høy markedsverdi relativt til bokført egenkapital. Fama og French (1993) viste at når disse to variablene blir inkludert som faktorer i en empirisk modell sammen med markedsbeta, forklarer modellen i langt større grad forskjellene i avkastningen mellom aksjer enn kapitalverdimodellen. Fama og French konkluderte med at størrelse og verdsettelse var gode indikatorer på hvor utsatte aksjer er for systematisk risiko.

Risikobaserte forklaringer på størrelses- og verdieffekten er at slike selskaper ofte er mer sårbare for nedgangskonjunkturer. De viser til at slike selskaper ofte har lavere lønnsomhet og lavere produktivitet, samt at kontantstrømmen fra deres virksomhet er mer utsatt for konjunktursvingninger. Selskapene kan derfor ha høyere konkurrisiko enn andre selskaper. Andre forklaringer er at verdiaksjer er selskaper hvor det er krevende å redusere produksjonskapasiteten under lavkonjunkturer. Selskapene kan også ha eiendeler som er mindre omsettelige. Slike forhold gjør verdiselskaper mer sårbare for nedgangskonjunkturer.

Til tross for en omfattende empirisk forskning om størrelses- og verdieffekten er det fortsatt usikkert hvilken risiko disse har gitt kompensasjon for. Avkastningen fra størrelseseffekten har også vært lav i lengre perioder. En kombinasjon av de to faktorene, dvs. verdiselskaper med lav markedsverdi, har gitt den høyeste avkastningen historisk.

Deler av størrelses- og verdieffekten er trolig relatert til at slike aksjer ofte har lavere omsettelighet enn aksjemarkedet generelt. Amihud (2002) viste at aksjer med lav markedsverdi ble spesielt godt kompensert for lav omsettelighet i

form av høyere avkastning. Flere studier har vist at investorene blir kompensert med høyere forventet avkastning for å sitte med aksjer med lav omsettelighet og usikre transaksjonskostnader. Aksjers utsatthet for svingninger i omsetteligheten til alle aksjene i aksjemarkedet kan også forklare forskjeller i avkastning mellom aksjer. Empirisk forskning på det amerikanske aksjemarkedet kan imidlertid tyde på at likviditetspremiene har falt markert de siste årene.

6.3 Forklaringer som ikke er basert på risiko

Jegadeesh og Titman (1993) viste at å kjøpe aksjene med høyest avkastning de siste 12 månedene («vinnerne»), og samtidig selge aksjene med lavest avkastning («taperne»), historisk har gitt høy avkastning. Denne handlestrategien kalles for momentum, og har historisk gitt høy avkastning i mange aksjemarkeder. De Bondt og Thaler (1985) hadde tidligere vist en motsatt effekt på lengre sikt: Aksjene med høyest avkastning de siste tre årene, hadde i ettertid systematisk svakere avkastning enn aksjene som hadde lavest avkastning.

Slike mønstre setter spørsmålsteget ved om aksjemarkedet er effisient. I effisiente markeder vil rasjonelle investorer sørge for at aksjekursene reflekterer all tilgjengelig informasjon. Det skal da ikke være mulig å tjene penger på handlestrategier som bygger på historiske mønstre i aksjekursene. Momentumeffekten tyder på at dette likevel har vært mulig. Det reiser spørsmålet om irrasjonell atferd hos investorene også kan påvirke aksjekursene.

Atferdsbaserte forklaringer reiser to spørsmål. For det første må en forklare hvorfor mønstrene oppstår. For det andre må en forstå hvorfor de vedvarer over tid. Dersom mønstrene ikke gjenspeiler risiko, burde rasjonelle investorer utnyttet dem. Rasjonelle investorer ville handlet aksjer inn til aksjekursene var justert slik at mønstrene ikke lengre hadde positiv forventet avkastning.

Atferdsbaserte forklaringer bygger på studier fra psykologien som viser at beslutninger ofte gjøres på basis av andre faktorer enn kun rasjonelle vurderinger av avkastning og risiko. En har for eksempel en tendens til å feilberegne sannsynligheter, bruke tid på å endre mening og til å bli for selvsikker vedrørende egen evne til å treffe gode beslutninger. Atferdsbaserte forklaringer viser hvordan slike trekk ved investorene kan gi opphav til mønstre som momentum og verdi.

Momentumeffekten kan oppstå ved at trender etableres for utviklingen av verdien av aksjer. Det finnes flere atferdsbaserte forklaringer på hvorfor trender oppstår, men til grunn for mange av disse ligger det en antagelse om økt kjøpsinteresse for aksjer som stiger i verdi.

Hong og Stein (1999) argumenterer for at det kan ta tid før ny informasjon spres i aksjemarkedet. En kursoppgang kan da bli tolket som et signal om at gode nyheter er på vei og skaper kjøpsinteresse for aksjen. Investorer kjøper aksjen i påvente av at nyhetene spres videre og skaper ytterligere kjøpsinteresse.

Trender kan også oppstå når investorer reagerer forskjellig på gode og dårlige nyheter. Daniel m.fl. (1998) argumenterer for at gode nyheter gir investorene økt tro på sine analyser av selskapet og fører til nye kjøp av aksjen. Dårlige nyheter tolkes i større grad som tilfeldigheter og medfører ikke tilsvarende salg av aksjen. Aksjekursene vil da fortsette å stige så lenge investorer blir mer selvsikre og kjøper flere aksjer på gode nyheter.

Det kan videre være trender i måten analytikerne justerer sine anslag for forventet overskudd i selskapene på. Det er en tendens til at selskaper hvor anslag er blitt oppjustert de siste 12 månedene, fortsetter å bli oppjustert. Det motsatte er tilfellet for selskaper hvor forventet overskudd er blitt nedjustert. I utgangspunktet skal slike mønstre i anslagene være reflektert i aksjekursen. Endringer i anslagene vil da være som forventet og ikke føre til endringer i aksjekursen. Chen m.fl. (2009) og Ghayur m.fl. (2010) viser at dette ikke er tilfellet og at aksjekursene stiger mer gradvis i takt med justeringene i anslagene. Momentumeffekten vil da gjenspeile trendene i analytikernes anslag. En kjøper aksjer hvor anslagene blir oppjustert og selger aksjer som blir nedjustert.

Verdipremien forklares ofte med at aksjekursene har overreagert i forhold til selskapenes langsiktige verdier. Momentumeffekten er en mulig forklaring på hvordan dette kan skje. Studier viser også at investorene har en tendens til å vektlegge historiske trender mer enn det er grunnlag for. Investorer betaler da for mye for selskaper med høy historisk vekst og for lite for selskaper med lav historisk vekst. Verdipremien oppstår fordi dyre vekstselskaper over tid gir lavere avkastning enn billige verdiselskaper.

For å forklare hvorfor mønstrene har kunnet vedvare over tid, bygger atferdsbaserte forklaringer på at det kan være både kostbart og risikofylt for mer rasjonelle investorer å utnytte mønstrene.

En forklaring som trekkes fram er at rasjonelle investorer ofte investerer på vegne av kunder og må levere konkurransedyktig avkastning. Til tross for at mønstre som verdi, størrelse og momentum har gitt høyere avkastning over tid, kan de i perioder gi store tap og tapene kan vedvare i flere år. Forvaltere risikerer da at kunder trekker tilbake sparemidlene. Tap av kunder og markedsandeler har en høy kostnad for forvaltere. Forvaltere som lånefinansierer aksjeinvesteringene, som for eksempel hedgefond, vil i tillegg måtte stille mer sikkerhet for posisjonene når tapene oppstår og kan risikere at lånene tilbakekalles.

Rammebetingelsene til institusjonelle investorer trekkes også fram som en forklaring på volatilitetsfaktoren. Normalt vil en forvente at avkastningen av aksjer over tid gjenspeiler risikoen. Volatilitetsfaktoren viser at dette ikke har vært tilfellet, spesielt for aksjer med høy risiko. Historisk har forholdet mellom avkastning og risiko vært høyere for aksjer med lav risiko enn for aksjer med høy risiko.

Det er vanskelig å forklare volatilitetsfaktoren med risikobaserte modeller fordi investorer selv kan endre risikonivået på enkeltaksjer ved å lånefinansiere aksjeinvesteringen. En mulig forklaring på volatilitetspremien er at mange aksjeforvaltere eller investorer i praksis ikke har adgang til å belåne aksjeinvesteringene sine. En måte å øke forventet avkastning på er da å selge aksjer med lav risiko og kjøpe aksjer med høy risiko. Når risikoviljen øker og aksjemarkedet stiger kan en slik vridning gi høyere avkastning. Volatilitetsfaktoren kan forklares med at en stor andel av investorene vrir sine aksjeinvesteringer i en slik retning og dermed påvirker aksjekursene. Høyere kurser på aksjer med høy risiko medfører at forventet avkastning blir lavere, mens det motsatte er tilfellet for aksjer med lav risiko.

Det kan også være at transaksjonskostnadene er så høye at det ikke er lønnsomt for store investorer å utnytte mønstrene. Mønstrene eksisterer da bare «på papiret». Empiriske studier viser at mønstrene gir størst avkastning av aksjer med lav markedsverdi og hvor eierandelen til institusjonelle investorer er lav. Slike aksjer er ofte forbundet med høye transaksjonskostnader, både kommisjoner og avgifter, men ikke minst kursendringer som følge av kjøp og salg av aksjer. Korajczyk og Sadka (2004) og Lesmond m.fl. (2004) argumenterer for at momentumstrategier ikke er lønnsomme for investeringer over 5 mrd. dollar. Anslag på transaksjonskostnader er imidlertid

krevede. Kostnadene endres over tid og alternative metoder kan benyttes for å redusere dem.

6.4 Oppsummering

Til tross for omfattende forskning er det ikke enighet om hva som forklarer historisk dokumenterte mønstre i avkastningen av aksjer. Både risiko- og atferdsbaserte forklaringer er blitt foreslått. For enkelte mønstre, slik som for verdi og størrelse, framstår de risikobaserte forklaringene som mer relevante enn for andre mønstre, slik som for momentum og lav volatilitet. Generelt er det imidlertid påfallende hvor vanskelig det er å identifisere hvilke typer risiko investorer krever kompensasjon for. Dersom mønstrene er kompensasjon for risiko, burde det være relativt enkelt å avdekke hva den risikoen faktisk bestod i.

Atferdsbaserte forklaringer gir nyttig innsikt i hvordan irrasjonell atferd kan bidra til å skape systematiske mønstre i aksjekursene, men teori-grunnet framstår som fragmentert. Dersom investorene har irrasjonelle trekk, burde hvert av de irrasjonelle trekkene gjenspeiles i alle deler av finansmarkedene, og ikke bare i ett enkelt marked.

Mange av mønstrene har vært kjent i over 20 år. Hvis mønstrene ikke reflekterer risiko, burde de tiltrukket ny kapital inntil den positive avkastningen forsvant. Det faktum at mønstrene fortsatt eksisterer kan tyde på at det å utnytte mønstrene er krevende eller forbundet med en eller annen form for risiko.

6.5 Referanser

- Amihud Y. (2002). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77, 375-410.
- Chen L., Moise C., Zhao X. (2009). Myopic extrapolation, price momentum, and price reversal. Arbeidsnotat, Washington University.
- Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. (1998). Investor psychology and security market under- and overreaction. *Journal of Finance*, 53, 1839-1885.
- De Bondt W. & Thaler R. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40, 793-805.
- Fama E. & French K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Ghayur K., Heaney R.G., Komon S.A., Platt S.C. (2010). *Active Beta Indexes*, Wiley.

Hong H. & Stein J.C. (1999). A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets. *Journal of Finance*, 54, 2143-2184.

Jegadeesh N. & Titman S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: implication for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48, 65-91.

Korajczyk R. & Sadka R. (2004). Are momentum profit robust to trading cost? *Journal of Finance*, 47, 427-465.

Lesmond, D. A., Schill M., Zhou C., (2004). The illusory nature of momentum profits. *Journal of Financial Economics*, 71, 349-380.

7 Noterte eiendomsselskaper

7.1 Innledning

Som beskrevet i avsnitt 2.4 inngår aksjeinvesteringer i noterte eiendomsselskaper i investeringsuniverset til både SPUs aksjeportefølje og eiendomsportefølje. Ved utgangen av 2012 var det kun aksjeporteføljen som hadde investeringer i noterte eiendomsselskaper.

Totalt utgjorde eiendomsselskaper 3,5 pst. av aksjeporteføljens referanseindeks i januar 2013. Hoveddelen av eiendomsselskapene, om lag 2 pst. av aksjereferansen, er såkalte Real Estate Investment Trusts (REITs). Dette er selskaper som investerer i og forvalter fast eiendom eller eiendomslån. Det som skiller REITs fra andre aksjeselskaper er at de ikke betaler selskapskatt av den delen av overskuddet som utbetales til aksjonærene så lenge de opererer innenfor bestemte krav.

Tall for løpende avkastning av unotert eiendom er av begrenset kvalitet. I avsnitt 2.4 ble det vist til at det er en nær sammenheng mellom avkastning og risiko for noterte REITs og unotert eiendom på lang sikt. Analyser av noterte REITs kan derfor gi nyttig innsikt i de langsiktige avkastningsegenskapene til både notert og unotert eiendom.

7.2 REITs-markedet

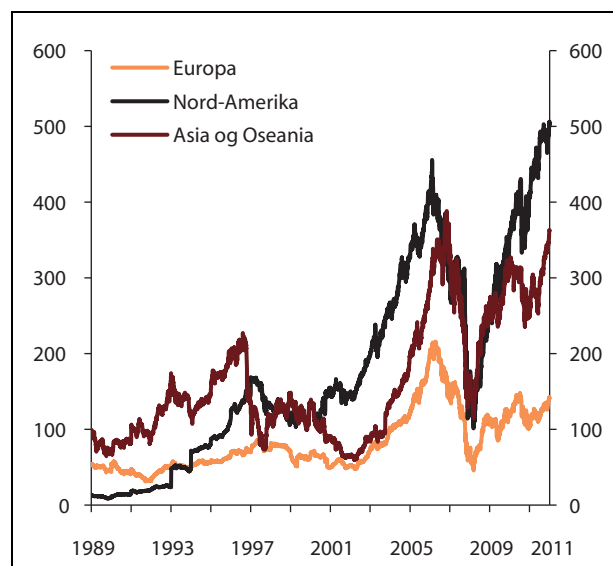
Den første REIT-lovgivningen ble innført i USA i 1960. Det amerikanske REITs-markedet opplevde spesielt sterk vekst fra 1990-tallet, etter at lovendringer åpnet opp for at REITs kunne drive aktiv investeringsvirksomhet og ha et større institusjonelt eierskap.¹

Etter USA var Nederland og Australia først ute med REIT-lovgivning i henholdsvis 1969 og 1971. I Asia ble liknende ordninger innført på begynnelsen av 2000-tallet, i kjølvannet av den asiatiske finanskrisen. I mange europeiske land, som Storbritannia, Tyskland og Spania, er REIT-strukturer

innført ganske nylig. Totalt har 34 land nå innført varianter av den amerikanske REIT-lovgivningen.²

I alle land setter dagens lovverk krav til at en REIT må ha mesteparten av eiendelene i og inntektene fra fast eiendom. Et annet krav er at mesteparten av overskuddet skal utbetales som utbytte til aksjonærene hvert år. REITs har derfor små muligheter for å vokse gjennom å tilbakeholde overskudd. Det er også satt begrensninger for hvor konsentrert eierstrukturen kan være.³

De største REITs-markedene er i USA, Kanada, Storbritannia, Nederland, Frankrike, Australia, New Zealand, Japan, Hong Kong og Singapore. Figur 7.1 viser utviklingen i markedsver-



Figur 7.1 Markedsverdien av noterte REITs i Nord-Amerika, Europa og Asia og Oseania. 31.12.1989–31.12.2012. Milliarder amerikanske dollar

Kilde: FTSE EPRA/NARET Developed market REIT Indexes.

¹ Graff, R.A. 2001. "Economic analysis suggests that REIT investment characteristics are not as advertised", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 7 (2), 99-124.

² Brounen, D. og S. de Koning. 2011. "50 years of Real Estate Investment Trusts. An international examination of the rise and performance of REITs", Working Paper.

³ I henhold til amerikanske regler må minst 75 pst. av totale aktiva være plassert i eiendom og minst 75 pst. av brutto inntekter komme fra leieinntekter eller renter på lån som finansierer eiendomsinvesteringer. Videre må 90 pst. av skattbar inntekt distribueres hvert år som utbytte, selskapene må ha minimum 100 aksjonærer og maksimalt 50 pst. av selskapet kan eies av fem eller færre investorer.

dien av noterte REITs i regionene Nord-Amerika, Europa og Asia og Oseania i perioden 1990 til 2012. Det var betydelig vekst i markedet fram til 2006, særlig i Nord-Amerika og Asia. Etter verdifallet i forbindelse med finanskrisen, har markedene igjen vokst kraftig de siste årene. Ved utgangen av 2012 var verdien av det nordamerikanske markedet på vel 500 mrd. dollar mot vel 400 mrd. dollar ved utgangen av 2006. I Asia og Europa var markedsverdiene ved utgangen av 2012 fremdeles noe lavere enn seks år tidligere.

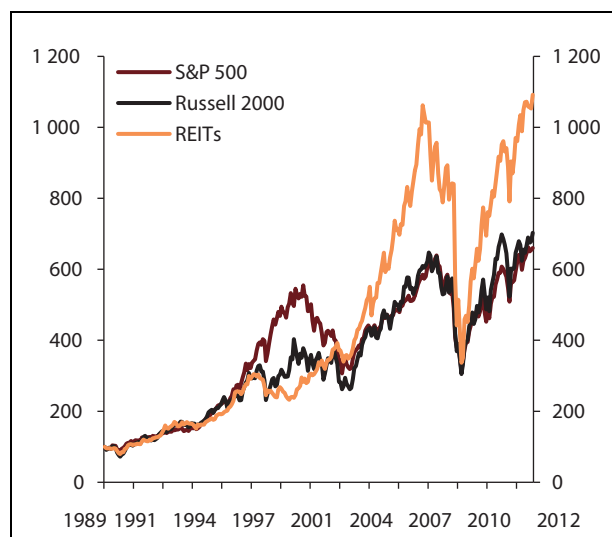
Målt som andel av det totale aksjemarkedet er REITs-markedene små. Norges Bank oppgir i brev til Finansdepartementet 14. mars 2013 at andelene av aksjemarkedet som besto av REITs for Asia, Nord-Amerika og Europa, Midtøsten og Afrika var henholdsvis 2,6 pst., 3,4 pst. og 1,0 pst. per 25. januar 2013.

7.3 Avkastnings- og risikoegenskapene til REITs

USA har det mest utviklede REITs-markedet. Dette markedet utgjør om lag 45 pst. av verdens samlede REITs-marked og er et godt utgangspunkt for å vurdere avkastnings- og risikoegenskapene til denne typen eiendomsselskaper.

Figur 7.2 viser at en indeks som består av om lag 130 noterte REITs⁴ har hatt høyere avkastning enn det totale aksjemarkedet i USA i perioden 1990–2012. Det gjelder både sammenliknet med S&P 500, som er en bred indeks satt sammen av store noterte selskaper, og Russell 2000, som er en bred indeks satt sammen av små noterte selskaper. På begynnelsen av 1990-tallet fulgte avkastningen av REITs det brede aksjemarkedet. Avkastningen av REITs var i begrenset grad påvirket av fallet i aksjemarkedet fra 2000–2002 som spesielt rammet store selskaper i sektorene telekommunikasjon, media og informasjonsteknologi. I perioden 2002–2012 hadde REITs en langt høyere avkastning enn aksjemarkedet, men svingningene var også høyere. Perioden fram til finanskrisen i 2008 var kjennetegnet av et markert fall i rentene og at det var lett å lånefinansiere eiendomsinvesteringer. Samtidig var det god vekst i den amerikanske økonomien. Dette var med på å legge grunnlaget for en kraftig oppgang i eiendomsprisene og aksjekursene til REITs. Da kredittmarkedene strammet seg til under finanskrisen, falt imidlertid sektoren langt mer enn det øvrige aksjemarkedet.

⁴ All Equity REITs, FTSE NAREIT US Real Estate Index.



Figur 7.2 Samlet avkastning av REITs, Russell 2000 og S&P 500. USA. Indeks. 31.12.1989 = 100

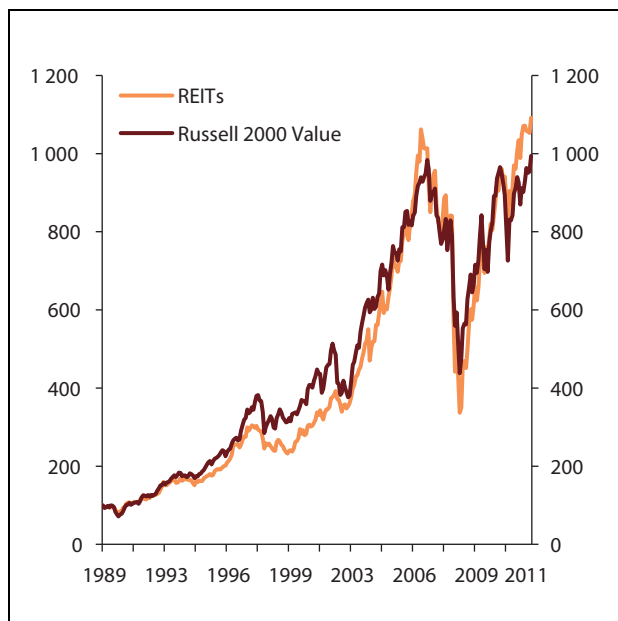
Kilder: www.nareit.com og Thomson Reuters Datastream.

REITs har historisk hatt mer gjeld enn gjennomsnittlige aksjeselskaper. Ved utgangen av 2012 var den gjennomsnittlige gjeldsgraden, målt som forholdet mellom gjeld og selskapets virkelige verdi (Enterprise Value) på 35 pst. for REITs, mens den tilsvarende gjeldsgraden var på 19 pst. for selskapene i indeksen S&P 500. Det er vanlig å forklare den høyere gjeldsgraden til REITs med at leieinntektene er stabile og sikret flere år fram i tid gjennom leiekontrakter, i tillegg til at bygninger og tomter er materielle eiendeler som er godt egnet som sikkerhet for lån. REITs har imidlertid ingen skattefordeler av å benytte gjeldsfinansiering slik som andre selskaper.

Sammenliknet med industriselskaper har REITs i USA hatt lavere omsettelighet («likviditet»), lavere markedsverdi («størrelse») og lavere markedsverdi i forhold til bokført verdi («verdi»)⁵. Flere empiriske studier viser at aksjer med slike egenskaper historisk har gitt høyere risikjustert avkastning enn hva finansteorien tilsier.

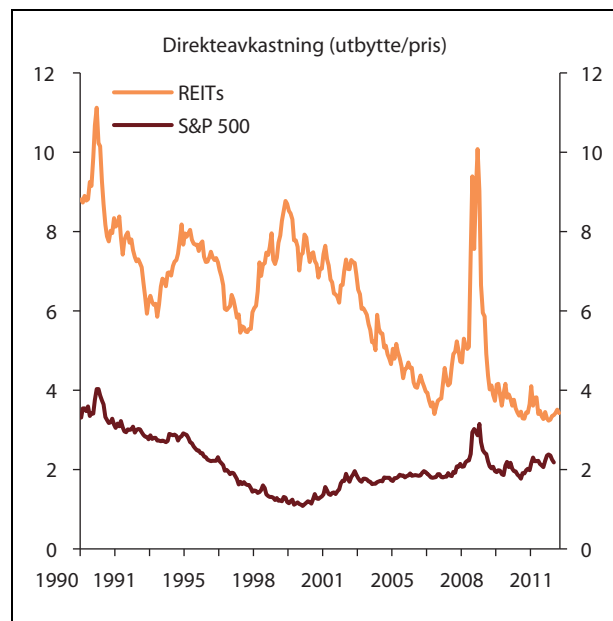
Figur 7.3 viser utviklingen i samlet avkastning av REITs i perioden 1990–2012 sammenliknet med avkastningen av en bred indeks av små verdiselskaper, Russell 2000 Value. Russell 2000 Value består av om lag halvparten av de 2 000 selskapene i Russell 2000. Avkastnings- og risikoegenskapene til REITs har vært svært like denne indeksen i perioden. En forklaring er at selska-

⁵ Wei, P. og X. Yang. 2012. "Do investors value REITs and Non-REITs differently?" *International Review of Economics & Finance*, 24, 295–302.



Figur 7.3 Samlet avkastning av REITs og Russell 2000 Value. USA. Indeks. 31.12.1989 = 100

Kilder: www.nareit.com og Thomson Reuters Datastream.



Figur 7.4 Forholdet mellom utbytte og markedsverdi for REITs og S&P 500. USA. 1990–2012

Kilder: www.nareit.com og Thomson Reuters Datastream.

pene som inngår i Russel 2000 Value har flere av de samme egenskapene som REITs.⁶

Norges Bank har i brev 14. mars 2013 analysert avkastningen av noterte eiendomsaksjer ved hjelp av faktormodeller. Analysene av amerikanske data for perioden 2002 til og med desember 2012 viser at i tillegg til aksjemarkedsavkastningen, er faktorer for verdi og størrelse viktige for å forklare variasjonen i eiendomsavkastningen. Totalt forklarer disse tre faktorene en stor del, 68 pst., av variasjonen i avkastningen av amerikanske eiendomsaksjer. Bankens analyser av globale eiendomsaksjer viser et tilsvarende bilde. Analysene viser samtidig at sammenhengen mellom

avkastningen av eiendomsaksjene og de tre faktorene ikke har vært stabil over tid.

REITs skiller seg også fra andre amerikanske selskaper ved at de er forpliktet til å utbetale 90 pst. av overskuddet til aksjonærene. Historisk har utbytte utgjort en større andel av avkastningen av REITs enn kursstigningen. Figur 7.4 viser at forholdet mellom utbetalt utbytte og markedsverdien av REITs falt kraftig fra 1990 og fram til utgangen av 2012. Investorene har dermed fått mindre utbytte for hver dollar investert i REITs. Verdiutviklingen på eiendommene og utviklingen i leiekontraktene vil være viktig for framtidig avkastning av REITs.

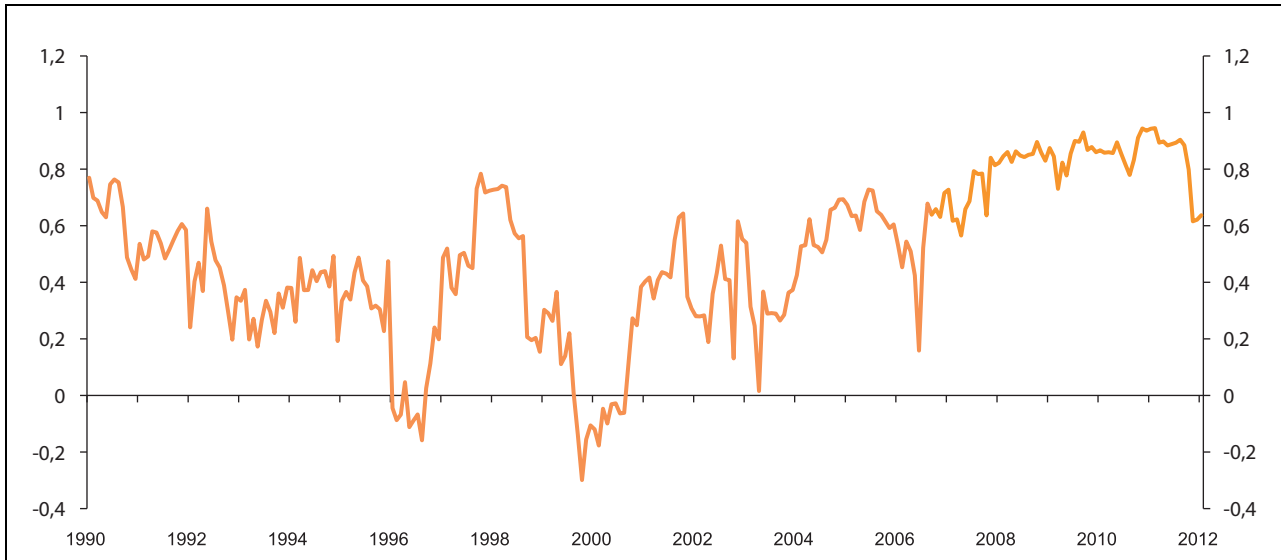
Tabell 7.1 viser at det gjennomsnittlige forholdet mellom avkastning og risiko, målt ved Sharpe-raten, var bedre for REITs enn for brede indekser av store selskaper (S&P 500) og små selskaper

⁶ REITs utgjorde 12 pst. av Russell 2000 Value og 8 pst. av indeksen Russell 2000 ved utgangen av 2012. Det bidrar til at de to kurvene i figur 7.3 følger hverandre tett.

Tabell 7.1 Årlig avkastning og risiko for REITs, S&P 500, Russell 2000 og Russell 2000 Value. USA. 1990–2012

	REITs	S&P 500	Russell 2000	Russell 2000 Value
Avkastning (pst.)	12,4	9,4	10,5	11,6
Standardavvik (pst.)	19,3	15,0	19,6	17,4
Sharpe-rate	0,47	0,40	0,36	0,47
Maksimalt fall (pst.)	-68	-51	-53	-55

Kilder: www.nareit.com og Thomson Reuters Datastream.



Figur 7.5 12 måneders rullerende korrelasjon (samvariasjon) mellom avkastning av REITs og S&P 500. USA. 1990–2012

Kilder: www.nareit.com og Thomson Reuters Datastream.

(Russell 2000) i perioden 1990–2012. Investeringer i REITs har imidlertid ikke gitt bedre forhold mellom avkastning og risiko enn investeringer i små verdiskaper (Russell 2000 Value).

Avkastning og risiko av investeringer i REITs har variert betydelig over tid, noe som gjør at en bør tolke gjennomsnittstall med forsiktighet. Det at investeringer i REITs i perioder kan være beheftet med høy risiko, illustreres også av at indeksen falt med hele 68 pst. fra januar 2007 til februar 2009, mens det brede aksjemarkedet falt klart mindre.

Samvariasjon måler i hvilken grad avkastningen til investeringer svinger i takt. Lav samvariasjon kan bidra til å redusere samlet risiko til en portefølje av flere aktiva. Figur 7.5 viser at avkastningen av REITs har hatt en moderat positiv samvariasjon med avkastningen av aksjemarkedet, her målt som avkastningen av S&P 500. Samvariasjonen er også lavere enn mellom det brede markedet og mange andre sektorer. Siden årtusenskiftet har det vært

en tendens til at samvariasjonen mellom REITs og markedet har økt. REITs har derfor vært mindre egnet til å redusere risikoen til en bredt sammensatt aksjeforfølje enn tidligere. Denne tendensen gjelder også for andre sektorer i markedet.

En mulig forklaring på den økte samvariasjonen de siste årene er at store makroøkonomiske hendelser, som den globale finanskrisen og statsfinansielle problemer i en rekke land, har ledet til høyere samvariasjon i hele aksjemarkedet. En annen mulig forklaring er at REITs-markedet er blitt mer utviklet og en mer integrert del av det øvrige aksjemarkedet.

Finansdepartementet

tilrår:

Tilråding fra Finansdepartementet 12. april 2013 om Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012 blir sendt Stortinget.

Vedlegg 1**Historiske tabeller**

Tabell 1.1 Avkastning av SPU i 2012, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2012, målt i norske kroner. Årlig geometriske gjennomsnitt. Prosent

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2012
<i>SPU inkl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	6,70	4,83	3,01	5,34	4,26
Norsk inflasjon	0,77	1,49	2,07	1,78	1,99
Forvaltningskostnader	0,06	0,08	0,10	0,10	0,09
Avkastning justert for kostnader og prisstigning	5,85	3,22	0,83	3,39	2,14
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	6,73	4,84	3,02	5,34	4,27
Referanseindeks	6,53	4,48	3,00	5,14	3,99
Meravkastning	0,20	0,36	0,01	0,20	0,27
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	11,07	5,06	-0,71	6,85	3,43
Referanseindeks	10,58	4,87	-0,72	6,43	2,94
Meravkastning	0,49	0,20	0,01	0,42	0,48
<i>Renteporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	0,36	4,16	5,74	4,28	4,58
Referanseindeks	0,36	3,57	5,30	4,05	4,37
Meravkastning	-0,27	0,59	0,43	0,23	0,21

Kilder: Norges Bank, Thomson Reuters EcoWin og Finansdepartementet.

Tabell 1.2 Årlig inflasjon og avkastning av SPU i ulike valutaer. Årlig geometriske gjennomsnitt. Prosent

År	Fondets valutakurv		NOK		USD		EUR		GBP	
	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon
1997	9,07	1,75	10,83	2,62	-4,01	2,29	11,87	1,54	-0,16	1,82
1998	9,26	0,92	19,75	2,25	15,87	1,56	7,63	1,16	14,59	1,56
1999	12,44	1,28	13,84	2,30	7,92	2,21	26,42	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	-5,3	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	-3,9	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	2,73	-3,25	4,45
2012	13,42	1,95	6,70	0,77	14,42	2,09	12,66	2,48	9,39	2,84
1998–2012	5,05	1,92	4,26	1,99	6,24	2,26	4,90	1,87	6,32	1,99
1997–2012	5,30	1,91	4,66	2,03	5,57	2,41	5,33	1,97	5,91	2,11

Kilder: Norges Bank, Thomson Reuters EcoWin 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 eien- dom. I SPN inngår to aktivaklasser: aksjer og obli- gasjoner. Se *obligasjon*.

Aktiv forvaltning

Aktiv forvaltning innebærer at forvalter ut fra egne analyser og vurderinger setter sammen en portefølje som avviker fra referanseindeksen kapi- taleier har fastsatt. Siktemålet med slike avvik er å oppnå en meravkastning i forhold til referansein- deksens avkastning. I SPN og SPU har Finansde- partementet fastsatt kvalitative og kvantitative rammer som regulerer avviket fra referanseindek- sen. Se *differanseavkastning*, *indeksforvaltning*, *faktisk og strategisk referanseindeks* og *relativ vola- tilitet*.

Aritmetisk avkastning

Gjennomsnittlig aritmetisk avkastning utgjør mid- delverdien av alle tallene i en tidsserie. Den bereg- nes ved å summere avkastningen i de ulike tidspe- riodene og dele på antall tidsperioder. Hvis avkast- ningen i år 1 er 100 pst. og avkastningen i år 2 er -50 pst., er den gjennomsnittlige aritmetiske

avkastningen lik 25 pst. $(=(100 + (-50)) / 2)$. Se *geo- metrisk avkastning*.

Avkastning

Historisk avkastning beregnes som endring i mar- kedsverdien på fondet fra et gitt tidspunkt til et annet, og omtales ofte som absolutt avkastning. Se *aritmetisk og geometrisk avkastning*, *differanseav- kastning* 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 meravkast- ning, mens negativ differanseavkastning betegnes mindrevkastning. Se *faktisk portefølje* og *faktisk 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 og strategisk referansein- deks*.

Durasjon

Durasjon er et mål på hvor lang tid det er, i gjen- nomsnitt, til kontantstrømmene (kuponger og hovedstol) fra en obligasjon kommer til utbeta- ling. Verdien av en obligasjon er følsom for rente- endringer, og følsomheten øker med durasjonen. Se *obligasjon*.

Eksternalitet

Eksternaliteter er kostnader eller gevinster ved produksjon eller konsum som ikke påløper for en produsent eller konsument. Dette betyr at den kostnaden produksjonen eller konsumet påfører samfunnet er høyere (eller lavere) enn den kostnaden produsenten eller konsumenten selv betaler. Et eksempel på en negativ eksternalitet kan være kostnader knyttet til utslipp av klimagasser. 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 fondet består av. Faktisk portefølje vil normalt avvike noe fra referanseindeksen som følge av aktiv forvaltning. Se *aktiv forvaltning* og *faktisk 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 aksjainvesteringene 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 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*.

Finansiell eier

Begrepet finansiell eier brukes om investorer som først og fremst har et finansielt formål med investeringer i verdipapirer. For å spre risiko vil en finansiell eier ofte foretrekke å være en liten eier i mange selskaper, snarere enn en stor eier i få selskaper. Se *strategisk eier*.

Forventet avkastning

Forventet avkastning er et statistisk mål på middelverdien i fordelingen over alle mulige utfall for avkastningen, 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 20 pst. verdireduksjon, er den forventede avkastningen $(20 \times 0,5) + (10 \times 0,25) + (-20 \times 0,25) = 7,5$ 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 kvadratrotten av $((1+1) \times (1-0,5)) - 1 = 0$. Den geometriske avkastningen blir alltid lavere enn den aritmetiske avkastningen for samme periode (se eksemplet under *aritmetisk avkastning*). 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 gjenvunnet 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. Se *aritmetisk avkastning*.

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 børsler, konsulentselskaper, 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* og *faktisk 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 markedseksponering kalles ofte beta-avkastning. Se *indeks* og *faktisk og strategisk referanseindeks*.

Inflasjon

Inflasjon er en økning i det generelle prisnivået.

Inflasjonsrisiko

Inflasjonsrisiko er risiko for tap av kjøpekraft som følge av uventet høy inflasjon.

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.

Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en likevektsmodell for prising av verdipapirer (eller en portefølje av verdipapirer) med usikker framtidig avkastning. I modellen er det en lineær sammenheng mellom forventet avkastning, ut over risikofri rente, og verdipapirets

(eller porteføljens) følsomhet for avkastningen i det samlede markedet for risikable investeringer.

Korrelasjon

Korrelasjon angir graden av og retningen på samvariasjonen mellom to variabler. Dersom korrelasjonen er perfekt positiv betyr det at variablene alltid beveger seg helt i takt. Dersom korrelasjonen er null, betyr det at det ikke er noen form for samvariasjon. Perfekt negativ korrelasjon betyr at variablene alltid beveger seg i helt motsatt takt. Med mindre det er perfekt positiv korrelasjon mellom avkastningen på enkeltinvesteringer, vil en kunne redusere risikoen i en portefølje ved å spre investeringene på flere aktiva. Se *diversifisering*.

Kredittrisiko

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

Likviditetspremie

Likviditetspremie er en forventet kompensasjon for å investere i verdipapirer som ikke er enkle å omsette. Kompensasjonen er betaling for å gjøre det mulig for motparten å gjennomføre en ønsket handel. I praksis er omsettelighet vanskelig å definere presist og likviditetspremien vanskelig å måle. Se *risikopremie*.

Likviditetsrisikopremie

Historiske tall viser at omsetteligheten til risikable verdipapirer samvarierer over tid. En likviditetsrisikopremie kompenserer for at noen verdipapirers omsettelighet reagerer mer på markedsure og fall i samlet likviditet i markedet enn andre.

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*.

Markedsverdivekter

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

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.*

Rebalansering

Departementet har fastsatt en strategisk referanseindeks for fondet med en fast fordeling på aktivaklasser. Ettersom avkastningen utvikler seg forskjellig i hver aktivaklasse, vil porteføljen over tid bevege seg bort fra den strategiske fordelingen. Fondet har derfor regler for rebalansering 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 og strategisk referanseindeks.*

Relativ avkastning

Se differanseavkastning.

Relativ volatilitet

Kapitaleier vil normalt sette rammer for hvor stor risiko forvalter kan ta. En vanlig framgangsmåte er å fastsette en referanseindeks sammen med grenser for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseindeksen. Finansdepartementet har 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, og faktisk 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 risikoer 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, kredittrisiko, 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*.

Risikofri rente

Risikofri rente er en forutsigbar (sikker) avkastning på et verdipapir over en spesifikk tidshorisont. Det er ofte sett på som en hypotetisk investering, uten noen eksponering mot risikofaktorer som kan påvirke avkastningen (slik som markedsrisiko, kreditt- og likviditetsrisiko, valutarisiko, etc.). I praksis anses renten på korte statspapirer med høyeste kredittverdighet som risikofri. Se *risikofaktorer*.

Risikopremie

Se *risikofaktorer*.

Samvariasjon

Se *korrelasjon*.

Sannsynlighetsfordeling

En sannsynlighetsfordeling 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 innenfor ett standard-

avvik 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 eier

Begrepet strategisk eier brukes om investorer som, i motsetning til finansielle eiere, aktivt søker å utnytte eierskapet til formål ut over det finansielle, for eksempel en gitt atferdsendring. For en strategisk eier er det viktig å få innflytelse over selskapet, gjerne gjennom en stor eierandel og en plass i selskapets styre. Se *finansiell eier*.

Strategisk referanseindeks

Departementets grunnleggende investeringsstrategi for Statens pensjonsfond kommer til uttrykk gjennom strategiske referanseindekser for SPN og SPU. Referanseindeksene angir en fast fordeling av fondskapitalen mellom ulike aktivaklasser, og er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital vil være investert hvis forvalter ikke trekker på 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 verdipapirer.

Den systematiske risikoen reflekterer økonomiens iboende usikkerhet. Investorer kan ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, «kredittskviser», manglende likviditet og markeds-kollaps mv. I henhold til finansteorien vil høyere systematisk risiko kompenseres for i form av høyere forventet avkastning.

Det er vanlig å måle systematisk 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 risiko enn en portefølje med beta lik 1. For en portefølje med beta under 1 vil det være motsatt. Se *risikofaktorer*.

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, men også variere med valutakursendringer 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

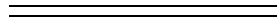
som er en sammenvekting av de valutaer som inngår i referanseporteføljen.

Valutarisiko

Investeringene vil kunne ha en annen fordeling på land og valutaer enn de varer og tjenester 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*.



Offentlige institusjoner kan bestille flere
eksemplarer fra:
Departementenes servicesenter
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

Omslagsfoto: Bjørnar Pedersen

Trykk: 07 Oslo AS 04/2013

