



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

St.meld. nr. 20

(2008–2009)

Om forvaltningen av
Statens pensjonsfond i 2008



Innhold

Del I	Hovedtrekk ved forvaltningen av Statens pensjonsfond 7	2.2	Utnyttelse av fondets særpreg48
1	Hovedtrekk ved forvaltningen av Statens pensjonsfond 9	2.2.1	Hovedtrekk48
1.1	Bakgrunn og formål med fondet..... 9	2.2.2	Bedre risikospredning49
1.2	Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond 10	2.2.3	Flere risikopremier51
1.2.1	Om investeringsstrategien 10	2.2.4	Om å utnytte fondets lange investeringshorisont53
1.2.2	Videreutvikling av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland 13	2.3	Avkastningsrisiko i Statens pensjonsfond56
1.2.3	Status for vedtatte strategiendringer.. 17	2.3.1	Historiske simuleringer56
1.3	Ansvarlige investeringer..... 18	2.3.2	Markedsforventninger og simulering av Statens pensjonsfond – Utland58
1.3.1	Rapportering om arbeidet med etiske retningslinjer i 2008 18	2.4	Gjennomføring av vedtatte endringer59
1.3.2	Evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland..... 20	2.4.1	Investeringer i fast eiendom59
1.4	Resultater i forvaltningen..... 24	2.4.2	Aksjeandelen60
1.4.1	Utviklingen i markedsverdien til Statens pensjonsfond 24	2.4.3	Framvoksende aksjemarkeder61
1.4.2	Avkastningen av Statens pensjonsfond 26	2.4.4	Små, børsnoterte aksjeselskaper62
1.4.3	Kostnader i forvaltningen 32	2.5	Pågående arbeid med å videreutvikle strategien62
1.5	Utvikling av rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond 33	2.5.1	Investeringsområder knyttet til ESG-hensyn62
1.5.1	Rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland 33	2.5.2	Arbeidet med rentereferansen..... 70
1.5.2	Oppfølging av rammeverkets krav til risikostyring og kontroll 34	2.5.3	Region- og valutafordelingen71
1.5.3	Odelstingsproposisjon om endringer i sentralbankloven 36	2.5.4	Rebalansering71
1.5.4	Gjennomgang av det øvrige rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland 37	2.5.5	Om oljeprisrisiko.....72
1.5.5	Santiago-prinsippene for forvaltning av statlige investeringsfond 38	3	Rapportering om arbeidet med etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond i 200876
1.5.6	Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge 38	3.1	Innledning76
Del II	Nærmere om forvaltningen av Statens pensjonsfond 41	3.2	Rapportering om eierskapsarbeidet....76
2	Investeringsstrategi 43	3.2.1	Eierskapsarbeidet i Norges Bank76
2.1	Grunnlaget for fondets investeringsstrategi..... 43	3.2.2	Eierskapsarbeidet i Folketrygdfondet.....80
2.1.1	Fondets formål og særpreg 43	3.3	Rapportering om arbeidet med utelukkelsesmekanismen for Statens pensjonsfond – Utland83
2.1.2	Oppfatningen av markedenes funksjonsmåte..... 45	3.3.1	Utelukkelse av selskaper gjennom filtrering og uttrekk.....83
		3.3.2	Finansdepartementets behandling av saker som ikke leder til uttrekk.....86
		4	Evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland89
		4.1	Innhold og sammendrag89
		4.1.1	Innledning89
		4.1.2	Sammendrag – de viktigste resultatene av evalueringen89
		4.1.3	Formål, bakgrunn og prosess93
		4.1.4	Hovedinnhold i høringsnotatet.....94

4.1.5	Hovedpunkter i høringsuttalelsene	94	5.2.4	Ekstern evaluering av resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland	158
4.2	Ansvarlige investeringer – viktige utgangspunkter.....	94	5.3	Resultater i Statens pensjonsfond – Norge.....	163
4.2.1	Ansvarlige investeringer – teori, praksis og utviklingen internasjonalt	94	5.3.1	Utviklingen i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge	163
4.2.2	Ansvarlig forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland.....	97	5.3.2	Utviklingen i faktisk portefølje til Statens pensjonsfond – Norge	165
4.2.3	Klimaendringer som utfordring	99	5.3.3	Utviklingen i differanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge	167
4.3	Evaluering og videreutvikling av de etiske retningslinjene.....	100	5.3.4	Ekstern evaluering av resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge	171
4.3.1	Innledning	100			
4.3.2	Mål for arbeidet med ansvarlig forvaltning	101	6	Rammeverk og oppfølgingsregime	172
4.3.3	Eierskapsutøvelse.....	103	6.1	Rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.....	172
4.3.3.1	Innledning	103	6.2	Oppfølging av rammeverkets krav til risikostyring og kontroll	172
4.3.3.2	Høringsnotatet	103	6.3	Nærmere om departementets risikobaserte oppfølging av Norges Banks kapitalforvaltning i 2008.....	176
4.3.3.3	Høringsinstansenes syn.....	105	6.3.1	Departementets oppfølging av bankens prosjekter for å videreutvikle risikostyringen	176
4.3.3.4	Departementets vurdering	107	6.3.2	Norges Banks orientering til departementet.....	177
4.3.4	Utelukkelse av selskaper	113	6.3.3	Departementets vurderinger av bankens tiltak.....	181
4.3.4.1	Innledning	113	6.4	Odelstingsproposisjon om endringer i sentralbankloven	182
4.3.4.2	Høringsnotatet.....	113	6.5	Gjennomgang av det øvrige rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland	183
4.3.4.3	Høringsinstansenes syn.....	115	6.6	Statens pensjonsfond – Norge	184
4.3.4.4	Departementets vurdering	118			
4.3.5	Samvirke mellom virkemidlene	128	Vedlegg		
4.3.5.1	Innledning	128	1	Bestemmelser om forvaltningen av Statens pensjonsfond	186
4.3.5.2	Høringsnotatet.....	129	2	Aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland (SPU)	207
4.3.5.3	Høringsinstansenes syn.....	130	3	Risikobasert oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland.....	209
4.3.5.4	Departementets vurdering	132			
4.3.6	Vurderinger knyttet til porteføljesammensetning	134	Referanser	215	
4.3.6.1	Positiv utvelgelse	134			
4.3.6.2	Porteføljegjennomgang.....	137			
4.4	Andre temaer	139			
4.4.1	Særlig om statsobligasjoner	139			
4.4.2	Lukkede jurisdiksjoner (såkalte skatteparadiser)	141			
5	Analyse av avkastning og risiko i forvaltningen av Statens pensjonsfond.....	145			
5.1	Innledning	145			
5.2	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland	145			
5.2.1	Utviklingen i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland.....	145			
5.2.2	Utviklingen i faktisk portefølje til Statens pensjonsfond – Utland	148			
5.2.3	Utviklingen i differanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland	153			



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

St.meld. nr. 20

(2008–2009)

Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008

*Tilråding fra Finansdepartementet av 3. april 2009,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Stoltenberg II)*

Del I
Hovedtrekk ved forvaltningen
av Statens pensjonsfond

1 Hovedtrekk ved forvaltningen av Statens pensjonsfond

1.1 Bakgrunn og formål med fondet

Regjeringen vil føre en politikk som er basert på langsiktig og trygg forvaltning av petroleumsformuen. En slik forvaltning er et viktig verdivalg og et overordnet hensyn for Regjeringen. Vår oppgave er å sikre at formuen kan komme alle generasjoner til gode, og at forvaltningen samtidig gir et viktig bidrag til stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Det ble etablert med virkning fra 1. januar 2006 som en overbygning over det som tidligere var Statens petroleumsfond (det såkalte «Oljefondet») og Folketrygdfondet. Formålet med Statens pensjonsfond er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter, og å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter.

Sparingen i Statens pensjonsfond skjer i form av generell fondsoppbygging. For å legge til rette for at veksten i fondet skal reflektere en reell fordringsoppbygging for staten, er fondet integrert med statsbudsjettet.¹ Det er således ikke stilt krav om at kapitalen i Statens pensjonsfond til enhver tid skal svare til en bestemt andel av statens pensjonsforpliktelser i folketrygden.

Finansdepartementet er i lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond (pensjonsfondsloven) gitt i oppgave å forvalte fondet. Departementet fastsetter den overordnede investeringsstrategien for fondet og de etiske retningslinjene, og følger opp den operative forvaltningen. Oppgaven med å forestå den operative forvaltningen av de to delene av Statens pensjonsfond er lagt til henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet. Statens pensjonsfond har ikke eget styre eller egen administrasjon.

Regjeringens mål er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond, noe som krever at en sikter mot beste praksis internasjonalt i alle deler av forvaltningen. Målet for forvaltning

gen av Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig finansiell avkastning innenfor moderat risiko. Slik kan vi bidra til at også framtidige generasjoner får mest mulig nytte av vår oppsparte kapital.

I kraft av våre langsiktige investeringer i svært mange av verdens selskaper har vi både et ansvar for og en egeninteresse i å bidra til god selskapsstyring og ivaretagelse av miljø og sosiale hensyn. Regjeringen vil derfor vektlegge rollen som ansvarlig investor i forvaltningen av fondet.

I St.meld. nr. 24 (2006-2007) varslet Regjeringen at den ville foreta en evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland. Målet for evalueringen er å sikre at de etiske retningslinjene virker etter intensjonen, samtidig som en bevarer bred oppslutning om retningslinjene og fanger opp innspill som kan bidra til å styrke fondets etiske profil. Denne prosessen ble igangsatt i januar 2008, og resultatene av evalueringen presenteres i et eget kapittel i denne meldingen.

Meldingen består av to deler: Del I gir en samlet beskrivelse av hovedtrekkene ved forvaltningen av Statens pensjonsfond, der det er lagt vekt på å gi framstillingen en mest mulig ikke-teknisk form. I del II presenteres mer detaljerte analyser av de ulike temaene som er omtalt i del I. Departementet har også utarbeidet dokumentasjonsnotater av mer teknisk karakter som vil bli offentliggjort på Finansdepartementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

Del I er bygd opp som følger: Kapittel 1.2 redegjør for fondets investeringsstrategi, inkludert forslag til videreutvikling av strategien for Statens pensjonsfond – Utland og en ny gjennomgang av hvorvidt, eller i hvilket omfang, aktiv forvaltning skal videreføres. Kapittel 1.3 omhandler ansvarlige investeringer, hvor det gjøres rede for eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet og resultatene av evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland. Kapittel 1.4 presenterer resultatene i forvaltningen av Statens pensjonsfond, med særlig vekt på utviklingen i 2008, mens kapittel 1.5 gjør rede for arbeidet med videreutvikling av rammeverket for forvaltningen av fondet.

¹ Fondskonstruksjonen og sammenhengen mellom Statens pensjonsfond og statsbudsjettet er beskrevet i tidligere stortingsmeldinger om forvaltningen av statens pensjonsfond, jf. boks 1.1. i St.meld. nr. 16 (2007-2008).

I del II gis det i kapittel 2 en nærmere redegjørelse for departementets arbeid med investeringsstrategien for Statens pensjonsfond. I kapittel 3 rapporteres det om arbeidet med de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond i 2008, mens kapittel 4 omhandler evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland. Kapittel 5 presenterer detaljerte analyser av avkastning og risiko i Statens pensjonsfond. I kapittel 6 beskrives rammeverk og oppfølgingsregime for forvaltningen av fondet.

Lov om Statens pensjonsfond, forskriftene for forvaltningen av fondet med utfyllende bestemmelser og respektive forvalteravtaler følger som vedlegg til denne meldingen. Norges Banks og Folketrygdfondets årsrapporter følger som utrykte vedlegg (se www.norges-bank.no og www.ftf.no). Etikkrådets årsrapporter er tilgjengelig på www.etikkradet.no. Norges Banks og Strategirådets tilrådinger og vurderinger vedrørende forslagene til videreutvikling av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland, og høringsuttalelsene knyttet til evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland er tilgjengelig på Finansdepartementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

1.2 Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond

1.2.1 Om investeringsstrategien

Hva som er en god investeringsstrategi for Statens pensjonsfond vil avhenge av særtrekkene ved fondet, formålet med investeringene, eiernes (det norske folk representert ved politiske myndigheter) risikotoleranse og oppfatninger om finansmarkedets funksjonsmåte. Se nærmere omtale i kapittel 2.

Fondets formål og særpreg

Statens pensjonsfond er et instrument for generell statlig sparing, og er i motsetning til tradisjonelle pensjonsfond ikke øremerket til særskilte forpliktelser. Med utsikter til fortsatt store petroleumsinntekter i årene som kommer og en ansvarlig finanspolitikk ligger det an til at fondet vil vokse og ha en svært lang investeringshorisont. Fondet står i liten grad overfor kortsiktige likviditetskrav. Statens pensjonsfond kan på denne bakgrunn sies å ha en høyere risikobærende evne enn andre fond det er naturlig å sammenlikne med.

Det er bred politisk oppslutning om at fondet skal forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat nivå på risiko, slik at også framtidige generasjoner kan få mest mulig nytte av formuen. Statens pensjonsfond skal derfor ha bred risikospredning og en klar finansiell målsetting. Videre er det bred tilslutning til det etiske rammeverket for ansvarlig forvaltning av fondet. En bred politisk oppslutning om forvaltningen av fondet gir en demokratisk forankring og er et viktig bidrag til at en faktisk kan holde fast ved investeringsstrategien over tid, også i perioder med store markedsbevegelser.

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utvikles med sikte på å gjøre samlet avkastning av fondets midler størst mulig, hensyn tatt til eiernes risikotoleranse, fondets størrelse og særpreg, ansvarlig investeringspraksis og grunnleggende styringsprinsipper, jf. kapittel 2.

Fondet som en ansvarlig investor

Målsettingen om god finansiell avkastning henger nøye sammen med ønsket om å opptre som en ansvarlig investor. Ansvarer innebærer blant annet at fondet forvaltes på en slik måte at en bidrar til mer velfungerende, legitime og effektive markeder og en bærekraftig utvikling i vid forstand. En bredt diversifisert investor, ofte omtalt som en universell eier, vil ha egeninteresse i at hensyn til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold ivaretas. Det følger også av oppdraget som forvalter av befolkningens midler at en må ta hensyn til etiske fellesverdier. I en del tilfeller vil det være sammenfall mellom å sikre langsiktig finansiell avkastning og å ta hensyn til slike fellesverdier, men ikke alltid. Eksempelvis vil fondet ikke ha investeringer i selskaper som grovt bryter grunnleggende etiske normer, uavhengig av virkningen det vil ha på avkastningen.

Målet er at Statens pensjonsfond – Utland skal forvaltes på en ansvarlig måte som tar hensyn til god selskapsstyring, og miljømessige og sosiale forhold. Regjeringen legger til grunn at en ansvarlig forvaltning av fondet innrettes slik at en sikrer oppslutning i den norske befolkningen og legitimitet blant markedsaktører. Et siktemål i rollen som ansvarlig investor er å fremme bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og sosial forstand, og anses som en forutsetning for god finansiell avkastning på lang sikt. Regjeringen ønsker at Statens pensjonsfond – Utland skal bidra til god selskapsstyring i selskaper fondet har eierandeler i, og til at selskapene respek-

terer grunnleggende etiske standarder. Regjeringen vil fortsatt unngå investeringer i selskaper som grovt eller systematisk bryter med grunnleggende etiske normer.

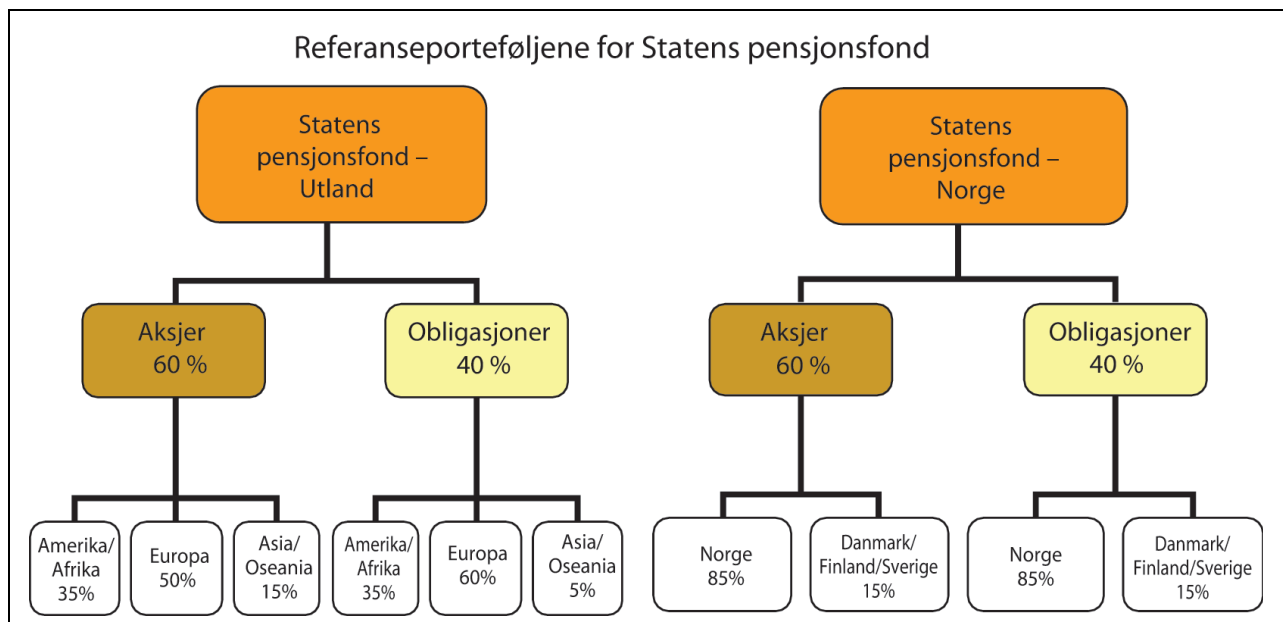
For å oppfylle disse målene ønsker departementet i størst mulig grad å integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold i alle deler av forvaltningen. Dette er i tråd med prinsippene i FNs «Principles for Responsible Investments» (PRI) som Finansdepartementet som formell eier av fondet nå har sluttet seg til. Norges Bank som operativ forvalter har bidratt til utviklingen av disse prinsippene og støttet dem siden de ble lansert våren 2006.

Fondet er imidlertid ikke egnet til å ivareta alle etiske forpliktelser vi har som stat. Staten rår over andre politiske, regulatoriske og finansielle virkemidler som i mange tilfeller vil være bedre egnet til å ivareta slike forpliktelser enn å legge føringer på forvaltningen av fondet. En har størst mulighet til å lykkes, i betydningen å øve en positiv påvirkning, dersom fokus og virkemidler rettes inn mot den rollen fondet har som finansiell investor. Dette innebærer også at fondet ikke skal være et bistandspolitisk eller utenrikspolitisk instrument.

Referanseporteføljene

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond uttrykkes gjennom sammensetningen av fondets strategiske referanseportefølje. Dagens referanseportefølje består i hovedsak av børsnoterte aksjer og obligasjoner med høy kredittkvalitet. Aksjeinvesteringer representerer eierandeler i produksjon av varer og tjenester, og verdien av investeringene vil blant annet reflektere forventninger om bedriftenes framtidige overskudd. Obligasjonsinvesteringer er investeringer i omsettbare lån som utsteder på et gitt tidspunkt skal innløse sammen med en på forhånd fastsatt rente.

Finansdepartementet har fastsatt en langsiktig investeringsstrategi som bygger på at andelen som skal investeres i ulike aktivaklasser og geografiske regioner, kan fastsettes etter vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. Det er lagt vekt på at bidrag til risikospredning i investeringene bedrer den risikjusterte avkastningen. Det er derfor valgt en bred representasjon av verdens aksje- og obligasjonsmarkeder i den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastsatt for Statens pensjonsfond – Utland, jf. figur 1.1. Indeksene som fondets referanseportefølje består av, inneholder representative utvalg av verdipapi-



Figur 1.1 Strategisk referanseportefølje for Statens pensjonsfond¹

¹ Finansdepartementet har fastsatt referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Aksjeandelen i Statens pensjonsfond – Utland er vedtatt økt til 60 pst., og er nå under opptrapping til dette nivået. I tråd med Stortingets behandling av St.meld. nr. 16 (2007-2008) vil inntil 5 pst. av kapitalen i Statens pensjonsfond – Utland etter hvert investeres i fast eiendom. Investeringene i eiendom motsvares av en reduksjon av andelen obligasjonsinvesteringer.

rer, og utviklingen i disse reflekterer i stor grad markedsutviklingen i landene.

Referanseindeksen for aksjer i Statens pensjonsfond – Utland inneholder i underkant av 7 700 selskaper fordelt på 46 land, mens referanseindeksen for obligasjoner inneholder vel 10 000 enkeltpapirer fordelt på om lag 1 600 utstedere i valutaene til 21 land. Til sammenlikning inneholder referanseindeksen for aksjer i Statens pensjonsfond – Norge 196 selskaper fordelt på 4 land, mens referanseindeksen for obligasjoner inneholder 270 enkeltpapirer fordelt på 62 utstedere i valutaene til 6 land.

Oppfatninger om markedenes funksjonsmåte og aktiv forvaltning

I St.meld. nr. 16 (2007-2008) gjorde departementet rede for de grunnleggende oppfatninger om markedenes funksjonsmåte som ligger til grunn for fondets investeringsstrategi. Departementet legger blant annet til grunn at finansmarkedene i stor grad er såkalt «effisiente», både på et gitt tidspunkt og over tid. Med dette menes at markedsprisene stort sett reflekterer relevant informasjon om verdipapirene. Videre legges det i tråd med allment akseptert teori og praksis til grunn at det kan forventes en høyere gjennomsnittlig avkastning over tid på aksjer enn på plasseringer i rentebærende instrumenter, fordi risikoen i aksjer er høyere. Størrelsen på denne meravkastningen er imidlertid usikker. Fordi avkastningen i ulike markeder og markedssegmenter ikke beveger seg i takt, legger departementet også til grunn at en ved å spre investeringene på flere markeder og markedssegmenter kan få et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko enn ellers. Dette er bakgrunnen for at referanseporteføljen til Statens pensjonsfond er spredt på et bredt utvalg av geografiske regioner, land, sektorer og selskaper.

Det følger av Finansdepartementets rammeverk for forvaltningen av Statens pensjonsfond at Norges Bank og Folketrygdfondet har anledning til å investere i flere verdipapirer og instrumenter enn de som inngår i respektive referanseporteføljer. Samtidig er det fastsatt en øvre grense for tillatte avvik fra referanseporteføljen i den aktive forvaltningen. Det er Norges Bank og Folketrygdfondet som må vurdere hvordan risikorammen best kan utnyttes for å skape meravkastning. Ved å foreta investeringer i verdipapirer og instrumenter som ikke omfattes av referanseporteføljen, og ved å investere andre andeler av fondet i enkelte verdipapirer enn det som følger av refe-

ranseporteføljen, trekker Norges Bank og Folketrygdfondet på rammen for avvik for å oppnå en meravkastning.

Med finansmarkeder som i høy grad er effisiente er det vanskelig for aktive forvaltere å oppnå en høyere avkastning enn markedsavkastningen. I tråd med dette er rammeverket for forvaltningen av fondet utformet slik at utviklingen i fondets avkastning over tid i hovedsak vil følge utviklingen i den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt.

Rommet for avvik fra referanseporteføljen kan likevel vanskelig være null, blant annet fordi «ren» indeksforvaltning ikke er hensiktsmessig. Dette må ses i sammenheng med blant annet følgende forhold:

- Sammensetningen av referanseporteføljen endres kontinuerlig. Det er ikke hensiktsmessig for forvalter å sette sammen en faktisk portefølje som til enhver tid er identisk med referanseporteføljen.
- Forvalter bør ha den nødvendige fleksibilitet til å foreta en avveining mellom hensynet til kostnadseffektivitet og hensynet til å følge indeksen tett.
- Det vil være behov for å avvike fra referanseporteføljens sammensetning når det er vanskelig å få tak i enkeltpapirer som inngår i indeks. En må da bruke rammen for avvik for å investere i andre papirer som gir tilnærmet den samme eksponeringen.
- Forvalter bør ha mulighet til å utnytte mulige svakheter ved måten indeksen er konstruert på.
- Forvalter bør ha mulighet til å investere i enkeltpapirer i markeder som det av ulike årsaker ikke er hensiktsmessig å inkludere i referanseporteføljen.

Norges Bank har i brev til Finansdepartementet 14. mars 2009 gitt uttrykk for enkelte vurderinger omkring aktiv forvaltning. Brevet følger som vedlegg 2 til denne meldingen. Norges Bank legger i brevet til grunn at markedene fondet investeres i er nær effisiente, og at det derfor er utfordrende å skape konsistent merverdi ved å danne seg egne forventninger om hvordan prisene på ulike aktiva vil utvikle seg. Banken peker på at strategier for å skape meravkastning generelt må bygge på å utnytte fondets særpreg, som for eksempel størrelse, lave kostnader og lang tidshorison. I denne sammenheng legger banken særlig vekt på følgende:

- Aktiv forvaltning gir anledning til å oppnå eksponering overfor systematiske risikofaktorer det kan være vanskelig fullt ut å representere i referanseporteføljen.
- En langsiktig investor med risikokapasitet bør kunne dra nytte av at risikopremiene for ulike aktivaklasser varierer over tid.
- Fondets størrelse representerer et fortrinn fordi den gjør det mulig å ta forholdsvis store posisjoner i enkeltsituasjoner uten at risikoen i forvaltningen endres vesentlig. Som en stor investor vil banken kunne oppnå gunstige vilkår i primærmarkedet for aksjer, mens fondets som en passiv investor først vil kjøpe aksjer når aksjene blir en del av referanseindeksen og i en situasjon der fondets størrelse kan påvirke prisene. Dette er muligheter som ikke er tilgjengelig for gjennomsnittsinvestoren.
- Banken har et vesentlig fortrinn gjennom muligheten til å gjennomføre investeringsstrategien med vesentlig lavere kostnader enn gjennomsnittsinvestoren.
- Når fondets investeringsunivers og referanseportefølje gradvis blir utvidet, øker eksponeringen mot markeder der det er mindre grunn til å tro at hypotesen om markedseffisiens holder.

Norges Bank mener også at dersom store investorer som Statens pensjonsfond – Utland utelukkende legger til grunn at andre aktører sørger for en effektiv prisdannelse, kan dette undergrave kapitalmarkedenes funksjon. Banken peker videre på at det er viktig at store institusjonelle eiere som Norges Bank ikke er passive, men ivaretar sine rettigheter som minoritetsaksjonær. Banken skriver at:

«Samlet sett vil et innslag av aktiv forvaltning være nødvendig for at Norges Bank skal ha legitimitet i gjennomføringen av viktige deler av forvaltningsoppdraget.»

Departementet deler bankens syn om at markedene fondet opererer i er nær effisiente, og at en strategi for meravkastning må bygge på å utnytte fondets særtrekk. En viss ramme for aktiv forvaltning er også i tråd med praksis i store fond internasjonalt.

Departementet er videre enig i at hensynet til fondets legitimitet er viktig og at det fordrer at Norges Bank har en organisasjon som med tyngde og troverdighet kan ivareta fondets finansielle interesser overfor enkeltelskaper.

Legitimiteten for de aktive forvaltningsstrategiene må bygge på en klart uttalt og troverdig

strategi for å skape meravkastning som utnytter fondets særtrekk på en best mulig måte. Norges Bank skriver i sitt brev at omfanget av den aktive forvaltningen over tid vil avhenge av hvilke resultater som kan oppnås.

For investeringer i nye aktivaklasser som eiendom, infrastruktur og unoterte aksjer vil resultatene i større grad være avhengig av aktive investeringsvalg ettersom det ikke er et alternativ med passiv indeksering. En organisasjon som har kompetanse innen aktiv forvaltning mer generelt, for eksempel kompetanse knyttet til evaluering av eksterne forvaltere, vil kunne være en fordel i videreutviklingen av fondet.

Departementet vil ved bruk av eksterne konsulenter med spesialkompetanse foreta en vurdering av erfaringer med den aktive forvaltningen i Norges Bank. Det vises til nærmere omtale i boks 1.3.

1.2.2 Videreutvikling av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland

Innledning

Statens pensjonsfond – Utland har vokst raskt siden fondet første gang ble tilført midler i 1996. I løpet av de siste årene har fondet vokst til å bli et av verdens største. Fondskapitalen har blitt vesentlig større enn det en så for seg i årene etter at de første fondsavsetningene ble gjort.

Det har vært en gradvis utvikling av investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland. Fondet har investert i aksjer siden 1998. I 2000 ble framvoksende markeder inkludert i referanseporteføljen for aksjer, mens referanseporteføljen for obligasjoner ble utvidet i 2002 med ikke-statsgaranterte obligasjoner (dvs. med kredittobligasjoner og obligasjoner med pantesikkerhet). I 2006 ble investeringsuniverset ytterligere utvidet. Etter Stortingets behandling av St.meld. nr. 24 (2006-2007) ble det besluttet å inkludere segmentet for små selskaper i referanseporteføljen for aksjer og å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. I 2008 ble det besluttet å starte opp arbeidet med å bygge opp en portefølje av eiendomsinvesteringer, jf. St.meld. nr. 16 (2007-2008). Det ble også vedtatt å utvide referanseporteføljen ved å inkludere flere framvoksende aksjemarkeder. I tillegg ble eierandelsgrensen for aksjeinvesteringer i enkeltelskaper hevet fra 5 pst. til 10 pst.

Utviklingen av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland gjenspeiler at mange viktige strategiske valg allerede er foretatt, blant

annet når det gjelder fordelingen mellom aksjer og rentebærende instrumenter og bredden i aksje- og renteporteføljene. Framover vil departementets arbeid med videreutvikling av strategien ta utgangspunkt i hvordan en kan oppnå en ytterligere forbedring av bytteforholdet mellom avkastning og risiko ved å spre investeringene ytterligere, og ved å utnytte fondets særtrekk bedre uten vesentlige endringer i det samlede risikonivået. Beslutninger om endringer i investeringsstrategien av større omfang som forventes å ha vesentlig betydning for den samlede risikoen i fondet, vil bli lagt fram for Stortinget før eventuelle endringer blir iverksatt.

Kildene til avkastning av Statens pensjonsfond – Utland har fram til nå særlig knyttet seg til at en gjennom å eie aksjer og obligasjoner har kunnet høste avkastning ved å ta markedsrisiko i relativt likvide markeder. Fondets referanseportefølje har gradvis blitt utvidet.

Siktemålet med investeringene i Statens pensjonsfond – Utland er å oppnå høyest mulig finansiell avkastning innenfor moderat risiko. Statens pensjonsfond – Utland har flere særtrekk som gjør at det skiller seg fra en del andre fond, jf. St.meld. nr. 16 (2007-2008). Fondet er stort målt i markedsverdi, det har stor tilflyt av midler, investeringene er spredt ut over et bredt investeringsunivers og det har en lang investeringshorisont. Det er heller ikke knyttet konkrete forpliktelser til formuesmassen, noe som gjør likviditetsbehovet på kort sikt begrenset. Det er naturlig at arbeidet med videreutvikling av investeringsstrategien framover innrettes mot å utvikle en strategi som best mulig utnytter disse særtrekkene ved fondet.

Naturlige former for videreutvikling av investeringsstrategien er dermed:

- ytterligere risikospredning, for eksempel ved å inkludere flere land eller aktivaklasser i fondets referanseportefølje, og
- å vurdere investeringer som drar fordel av fondets størrelse, langsiktighet, og evne til å holde mindre omsettelige eiendeler. Det er særlig naturlig å vurdere endringer i strategien som kan gi en kompensasjon i form av noe høyere forventet avkastning i bytte mot redusert omsettelighet (likviditet).

En slik videreutvikling av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland, vil kunne gi en aktivaallokering som er mer lik sammensetningen av andre store fond internasjonalt.

En forutsetning for arbeidet med å videreutvikle strategien er behovet for betryggende ram-

mer også for annen type risiko enn markedsrisiko, som operasjonell risiko. Et annet krav vil være behovet for en oppfølging av den operative forvaltningen som bidrar til at interessene til forvalterne er sammenfallende med målet for fondets overordnede investeringsstrategi.

Nedenfor gis en kort omtale av nye vurderinger knyttet til framvoksende obligasjonsmarkeder, høyrenteobligasjoner, region- og valutafor fordelingen, samt investeringer som kan fremme hensyn til miljø, sosiale forhold og selskapsstyring (såkalte ESG-faktorer). Det vises til kapittel 2 for en mer utfyllende omtale.

Høyrenteobligasjoner og framvoksende obligasjonsmarkeder

I arbeidet med videreutvikling av fondets investeringsstrategi er det blant annet naturlig å se nærmere på sammensetningen av referanseporteføljen for rentebærende instrumenter. Dette følger dels av at departementet i St.meld. nr. 16 (2007-2008) sa at en ville komme tilbake med en vurdering av framvoksende obligasjonsmarkeder sett i lys av at disse markedene allerede var inkludert i den faktiske porteføljen. I tillegg kan det være grunn til å vurdere om det er andre sider ved sammensetningen av rentereferanseporteføljen en bør se nærmere på, herunder om det er hensiktsmessig å utvide porteføljen til også å inkludere selskapsobligasjoner med høy kredittrisiko (dvs. høyere enn «investment grade»).

Departementet inviterte derfor Norges Bank og Strategirådet til å belyse og gi råd om sammensetningen av referanseporteføljen for rentebærende instrumenter. Norges Bank uttaler i brev 3. november 2008 at det er naturlig å vurdere å inkludere obligasjonsinvesteringer i framvoksende markeder og selskapsobligasjoner med høy kredittrisiko i referanseporteføljen. Etter en samlet vurdering, hvor det blant annet ble pekt på vesentlige operasjonelle utfordringer, anbefaler Norges Bank at en ikke utvider referanseporteføljen på disse områdene nå.

Strategirådet skriver i brev 20. mars 2009 til Finansdepartementet at en utvidelse av referanseporteføljen med høyrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt i framvoksende markeder i prinsippet er konsistent med ønsket om ytterligere risikospredning og ønsket om å høste likviditetspremier.

Rådet peker imidlertid på at høyrenteobligasjoner har uønskede risikoegenskaper i nedgangsperioder ved at avkastningen utvikler seg til dels likt med avkastningen på aksjer, og motsatt

av avkastningen på statsobligasjoner. Dersom en inkluderer høyrenteobligasjoner i referanseporteføljen for renteinstrumenter, vil en derfor kunne svekke rentereferansens bidrag til å beskytte fondskapitalen i nedgangsperioder. På denne bakgrunn, og ut i fra hensynet til fondets omdømme, anbefaler Strategirådet at en ikke utvider rentereferansen med høyrenteobligasjoner.

Når det gjelder spørsmålet om en bør utvide referanseporteføljen for rentebærende instrumenter med obligasjoner utstedt i framvoksende markeder (i lokal valuta), viser Strategirådet til at databegrensninger gjør det vanskelig å vurdere historisk avkastning og risiko for slike investeringer. Det pekes videre på at investeringer i framvoksende obligasjonsmarkeder reiser en rekke operasjonelle utfordringer. På denne bakgrunn anbefaler Strategirådet at en ikke utvider rentereferansen med obligasjoner utstedt i framvoksende markeder i lokal valuta nå. Samtidig pekes det på at det bør foretas en ny vurdering av dette spørsmålet når det foreligger mer informasjon.

Departementet har merket seg vurderingene fra Norges Bank og Strategirådet og at det ikke anbefales å utvide referanseporteføljen for rentebærende instrumenter med høyrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt i framvoksende markeder nå. Departementet legger til grunn at det ikke er aktuelt å gjennomføre denne type endringer i nær framtid. En vil arbeide videre med problemstillingene og komme tilbake til Stortinget på et framtidig tidspunkt.

Brevene fra Norges Bank og Strategirådet er lagt ut på Finansdepartementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

Region- og valutafordelingen

Et annet tema departementet ønsker å vurdere nærmere er region- og valutafordelingen til referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland. Denne fordelingen tar utgangspunkt i målet om å ivareta fondets internasjonale kjøpekraft best mulig. Norges importmønster har vært en viktig referanse, samt hensynet til bredest mulig spredning av fondets risiko og fondets rolle som en finansiell investor med vekt på lave transaksjonskostnader.

Departementet vil arbeide videre med disse problemstillingene. Eventuelle planer om endringer på dette området vil uansett ligge noe fram i tid. Siden dette saksområdet kan sies å være av strategisk betydning for fondet, vil eventuelle endringer bli presentert for Stortinget før de gjennomføres.

Nye investeringsprogrammer

Regjeringen opplyste i St.meld. nr. 16 (2007-2008) at en ville vurdere finansielle og etiske virkninger av såkalt positiv utvelgelse som virkemiddel ved å øremerke en mindre andel av midlene i Statens pensjonsfond – Utland til investeringer i miljøteknologi eller utviklingsland. I høringsnotatet om evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland ble spørsmålet om øremerking reist:

«Departementet vil se nærmere på muligheter for å skille ut en liten del av fondet til øremerkede investeringsformål innenfor for eksempel miljøteknologi eller i utviklingsland.»

Mange av høringsinstansene har kommentert dette punktet og har stilt seg positive til en slik øremerking.

Den lange investeringshorisonten og det brede eierskapet trekker i retning av at Statens pensjonsfond må ha et bredere perspektiv på konsekvensene av positive eller negative ringvirkninger enn det investorer og selskapsledelse med kortere investeringshorisont og porteføljer med mindre risikospredning vil ha.

Samtidig taler særtrekkene ved Statens pensjonsfond – Utland for å øke investeringene i unoterte markeder, slik som fast eiendom, infrastruktur og unoterte aksjer. Andre sammenliknbare fond framhever spesielt deler av sine unoterte investeringer som eksempler på investeringer som både kan gi attraktiv finansiell avkastning og bidra til positive sosiale og miljømessige ringvirkninger.

Størrelsen på Statens pensjonsfond – Utland gjør det mulig over tid å bygge opp spesialisert kompetanse og øke risikospredningen, samtidig som en foretar mer kostnadseffektive investeringer enn det som er mulig for mindre investorer. Samtidig er størrelse en generell utfordring i unoterte markeder, fordi det er klare kapasitetsbegrensninger knyttet til hvor mye og hvor raskt en kan investere. Det vil følgelig nødvendigvis ta tid før Statens pensjonsfond – Utland kan få så store investeringer i disse markedene at det i vesentlig grad påvirker fondets samlede avkastning og risiko.

De fleste sammenliknbare fond foretar investeringer i unoterte aksjer gjennom fondslignende konstruksjoner. Unoterte aksjefond kan deles inn i to hovedkategorier: Oppstartsfond («venture capital»), som investerer i relativt nystartede foretak med et potensial for rask vekst, og oppkjøpsfond («buyouts»), som kjøper kontroll i et selskap for så å restrukturere selskapet og bedre inntje-

ningen. Oppkjøpsfond forvalter langt mer kapital enn oppstartsfond.

Investeringer i infrastruktur, som elektrisitet og vannforsyning, bompengefinansierte veier, flyplasser og telekommunikasjon, har tradisjonelt utgjort et begrenset marked. Økende privat deltakelse og voksende behov for privat finansiering har imidlertid aktualisert slike investeringer for langsiktige finansielle investorer. Markedet for denne typen investeringer forventes å vokse i årene framover. Avkastningen av og risikoen i infrastrukturinvesteringer vil variere betydelig mellom de ulike prosjektene, men normalt antas at avkastning og risiko for ferdigutviklede prosjekter vil likne avkastnings- og risikoegenskapene knyttet til investeringer i fast eiendom. Som for eiendom vil også infrastrukturinvesteringer bidra til å spre risikoen i Statens pensjonsfond, og til å høste en gevinst over tid ved å investere i mindre omsettelige eiendeler.

Et flertall i finanskomiteen uttalte i Innst. S. nr. 283 (2007-2008) at det bør åpnes for infrastrukturinvesteringer i Statens pensjonsfond – Utland. Flertallet viste til at infrastruktur er en raskt voksende aktivaklasse blant institusjonelle investorer, blant annet som følge av de store behovene for infrastrukturinvesteringer i framvoksende økonomier. Det ble videre påpekt at et fond som sikter mot å representere beste internasjonale praksis i alle deler av forvaltningen må utvikle investeringskompetanse i de aktivaklasser som store institusjonelle investorer er aktive innenfor. Komiteen understreket samtidig behovet for å opprettholde kravene til kvalitet og etterprøvnbarhet av forvaltningsresultatene.

Departementet legger i denne meldingen opp til at det etableres et nytt investeringsprogram rettet mot miljørelaterte investeringsmuligheter. En vil samtidig arbeide videre med å vurdere om man på en hensiktsmessig måte også kan etablere et investeringsprogram rettet mot investeringsmuligheter innenfor bærekraftig vekst i framvoksende markeder. Med dette følger departementet opp innspillene fra høringen om de etiske retningslinjene.

I motsetning til øremerking av midler til et bestemt fond, legger departementet opp til at det nye investeringsprogrammet skal gå på tvers av aktivaklasser, og at investeringsomfanget vil variere med de til enhver tid tilgjengelige muligheter.

Med utgangspunkt i fondets særtrekk vurderer departementet ulike investeringsalternativer for investeringsprogrammet. For miljøprogrammet framstår delmarkeder innen infrastruktur og unoterte aksjer, miljøobligasjoner og plassering av deler av den noterte aksjeporteføljen basert på en mil-

jøindeks som mest aktuelt. Investeringene skal rettes mot miljøvennlige eiendeler eller miljøvennlig teknologi, som kan forventes å gi klar miljøgevinst, slik som klimavennlig energi, energieffektivisering, karbonfangst og lagring, vannteknologi og håndtering av avfall og forurensning. Det legges opp til at eventuelle infrastrukturinvesteringer særlig rettes mot klimavennlig energi. I de unoterte markedene vil eventuelle investeringer foretas gjennom fond, men det kan være krevende å identifisere fond som utelukkende fokuserer på miljøprosjekter. I slike tilfeller må det fastsettes en minimumsramme for miljøeksponering i fondene.

I de videre vurderingene av et mulig investeringsprogram rettet mot bærekraftig vekst i framvoksende markeder, vil en blant annet vurdere investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur i framvoksende markeder. I vurderingen vil det bli lagt vekt på om man kan finne et opplegg for slike investeringer som framstår som en hensiktsmessig og naturlig videreutvikling av fondets strategi, og som ivaretar behovet for god styring av risiko. Dette vil være mer krevende i framvoksende markeder enn i de utviklede markedene som vil utgjøre hovedtyngden av investeringene innenfor miljøprogrammet.

Det vil normalt være kapasitetsbegrensninger for investeringer i unoterte markeder, og spesielt for investeringer i framvoksende økonomier og delmarkeder for miljøvennlig teknologi og energi. Markedenes størrelse og tilgangen til dyktige forvaltere og fond representerer kapasitetsbegrensninger. Departementet legger derfor til grunn at det samlede beløpet for miljøprogrammet og det mulige investeringsprogrammet rettet mot bærekraftig vekst i framvoksende markeder kan bli på om lag 20 mrd. kroner, investert over en femårsperiode. Det er imidlertid usikkerhet knyttet til de unoterte markedenes kapasitet. 20 mrd. kroner vil innebære betydelige investeringer, både sett i forhold markedenes størrelse og investeringer i andre sammenliknbare fond internasjonalt.

Investeringsprogrammet skal på lik linje med andre investeringer i Statens pensjonsfond – Utland bidra til oppfyllelse av målet om høyest mulig finansiell avkastning til et moderat nivå på risiko.

Eventuelle unoterte investeringer vil kunne skje i mindre delmarkeder som det er krevende å oppnå eksponering mot, og hvor risikoen er høyere enn for investeringer med større grad av risikospredning. Selv om risikoen er høyere enn for andre investeringer, mener departementet det er grunn til å anta at disse delmarkedene vil ha betydelig vekst på lang sikt, og at de bør inngå som

del av fondets investeringer. Før investeringene kan starte, må flere forhold utredes nærmere, blant annet vurderinger av miljøkriterier, investeringsalternativenes forventede avkastning og risiko, samt markedenes størrelse og tilgjengelighet. Store deler av investeringene vil kunne skje gjennom nye aktivaklasser, noe som blant annet innebærer at en må finne tilfredsstillende måter å foreta måling og evaluering av avkastning og risiko på. Videre må det fastsettes avkastningskrav, risikorammer, bestemmelser om ansvarlig forvaltning og rapporteringskrav som ivaretar departementets målsetting for investeringene.

Departementet vil komme tilbake til Stortinget med mer konkrete planer for det videre arbeidet i Nasjonalbudsjettet 2010.

1.2.3 Status for vedtatte strategiendringer

Framvoksende aksjemarkeder

I løpet av 2008 ble to tidligere vedtatte endringer i investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland gjennomført ved at referanseporteføljen for aksjer ble utvidet med små børsnoterte selskaper og med flere framvoksende markeder. Referanseporteføljen for aksjer inneholdt ved utgangen av 2008 i underkant av 7 700 selskaper, mot 2 400 selskaper før endringene, og antallet markeder i referanseporteføljen som er klassifisert som framvoksende markeder har økt fra 5 til 23. Gjennomføringen av disse endringene er nærmere omtalt i kapittel 2.

Aksjeandelen

Det er tidligere vedtatt å øke aksjeandelen i fondets referanseportefølje fra 40 pst. til 60 pst. I samråd med Norges Bank er det lagt opp til en gradvis tilpasning til den nye referanseporteføljen basert på en avveining mellom hensynet til forventet avkastning og hensynet til transaksjonskostnader. Svake avkastning av aksjer enn obligasjoner i 2008 og historisk store overføringer til fondet gjennom fjoråret bidro til at det ble foretatt store aksjekjøp i løpet av 2008. Aksjekjøpene har i gjennomsnitt skjedd til betydelig lavere kurser enn da aksjeandelen ble vedtatt økt sommeren 2007.

Den gradvise økningen i aksjeandelen samtidig som markedsverdien av verdens aksjemarkeder har falt betydelig, innebærer en sterk økning i fondets gjennomsnittlige eierandel i aksjemarkede-

dene. På ett år er denne andelen økt fra rundt ½ pst. til rundt ¾ pst. Det betyr at fondet gjennom 2008 har sikret seg rett til andeler av alle framtidige overskudd fra ytterligere ¼ pst. av verdens børsnoterte selskaper.

Det betydelige kursfallet i verdens aksjemarkeder mot slutten av 2008 bidro likevel til at aksjeandelen ved utgangen av fjoråret var knapt 50 pst., mot 53 pst. ved utgangen av september 2008. Opptrappingen av fondets aksjeandel vil fortsette i 2009. Fondets eierandeler i verdens børsnoterte selskaper vil dermed antakelig øke ytterligere.

Eiendomsinvesteringer

Etter Stortingets behandling av St.meld. nr. 16 (2007-2008) har departementet arbeidet videre med planene om å investere inntil 5 pst. av fondet i fast eiendom.

Hoveddelen av eiendomsinvesteringene ventes å skje gjennom unoterte instrumenter. Dette skaper utfordringer blant annet knyttet til måling og evaluering av avkastning og risiko, og det er derfor behov for å etablere egne avkastningskrav, risikorammer og rapporteringskrav som ivaretar departementets målsetting med eiendomsinvesteringene.

Som en del av arbeidet med å utforme et regelverk for eiendomsinvesteringer i Statens pensjonsfond – Utland har departementet mottatt råd fra det amerikanske selskapet Partners Group. Rådene fra Partners Group har tatt utgangspunkt i beste praksis for tilsvarende fond internasjonalt. Departementet tar sikte på å ferdigstille nytt regelverk i løpet av 2009.

Det globale eiendomsmarkedet har i 2008 opplevd svak avkastning og et betydelig fall i omsetningen. Departementet tar ikke sikte på å fastsette en bestemt investeringsplan for de kommende årene, men legger opp til at innfasingen må tilpasses markedsforhold og kapasitetsbegrensninger. De første årene vil investeringene trolig være konsentrert om noen utvalgte områder, mens det vil ta tid å oppnå en global eiendomsportefølje med stor grad av risikospredning. Departementet legger til grunn at det vil ta flere år før eiendomsporteføljen vil utgjøre 5 pst. av fondet.

Regelverket for eiendomsinvesteringene vil inngå i en ny forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, se nærmere omtale i avsnitt 1.5.4 og kapittel 6.

1.3 Ansvarlige investeringer

1.3.1 Rapportering om arbeidet med etiske retningslinjer i 2008

Eierskapsarbeidet i Norges Bank

Norges Bank har ansvaret for å utøve eierrettigheter for Statens pensjonsfond – Utland. Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser. I de etiske retningslinjene for forvaltningen av fondet er det lagt til grunn at høy avkastning på lang sikt er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og sosial forstand.

I utøvelsen av fondets eierrettigheter legger Norges Bank til grunn at det er bedre og mer effektivt å konsentrere seg om noen sentrale temaer enn å spre ressursinnsatsen på mange områder. Norges Bank har derfor søkt å identifisere noen få, konkrete satsingsområder for sitt arbeid med eierrettigheter. Det legges vekt på at temaene skal være relevante for investorer generelt og for fondet spesielt og at temaene skal være egnet for dialog med selskaper og/eller regulerende myndigheter, samt gi mulighet for reelt gjennomslag. Temaene skal også kunne forsvares ut fra finansielle krav. Gjeldende satsingsområder omfatter god selskapsstyring, barns rettigheter og beskyttelse av miljøet.

God selskapsstyring er viktig for å sikre fondets finansielle avkastning over tid, og er en nødvendig betingelse for å sikre at aksjonærene oppnår reell innflytelse og dialog med selskapene. Slik er det også en forutsetning for arbeidet med sosiale og miljørelaterte problemstillinger. Ved utgangen av 2008 hadde Norges Bank etablert eller videreført kontakt med 16 selskaper om spørsmål knyttet til selskapsstyring og aksjonærrettigheter.

En aksjonærs primære måte å gi uttrykk for sitt på er gjennom stemmegivning på generalforsamlinger. I 2008 deltok Norges Bank på 7 871 generalforsamlinger og stemte i nærmere 70 000 saker. Norges Bank offentliggjør stemmegivningen i hver enkelt sak og har etablert egne prinsipper for stemmegivning. Norges Bank har i stor grad støttet forslagene framsatt av ledelsen i selskapene i løpet av 2008, men stemte mot 11 pst. av disse forslagene. Norges Bank har stemt mot kandidater til styret dersom styret som kollegium ikke tilfredsstillt bankens forventninger om tilstrekkelig uavhengighet fra selskapets ledelse eller dominerende eiere. Videre har banken stemt mot lederlønsordninger hvor det ikke er forut-

satt en klar sammenheng mellom prestasjon og avlønning.

Norges Bank har utarbeidet dokumentet «*NBIM Investor Expectations on Children's Rights*» for å klargjøre overfor selskaper hvilke forventninger banken har som investor når det gjelder barns rettigheter. Dokumentet retter seg særlig mot selskaper som opererer i områder eller sektorer der faren for brudd på barns rettigheter er stor. Arbeidet har i løpet av 2008 vært konsentrert om fire markeder: India, Brasil, Kina og Vest-Afrika. Ved utgangen av 2008 var Norges Bank i dialog med 130 selskaper og involvert i 19 selskapsengasjementer vedrørende barnarbeid, risiko-håndtering i leverandørkjeden og styrets kompetanse i spørsmål om barnarbeid. Et engasjement med et selskap vil være langt mer omfattende enn en dialog. En dialog kan være begrenset til at det er opprettet kontakt med selskapet, men uten at det er avholdt møter, mens et engasjement innebærer at en har gått inn i en prosess overfor selskaper med definerte mål og tidsløp. Engasjementer med selskaper vil ofte strekke seg over flere år.

Norges Bank ser det som vesentlig for en langsiktig investor å påvirke hvordan selskaper arbeider overfor myndighetene når det gjelder lovgivning som kan medføre betydelige reduksjoner i utslipp av klimagasser. Banken arbeider derfor for at relevante selskaper som fondet har eierandeler i, har fastsatt strategier som er forenlige med en bærekraftig økonomisk og miljømessig utvikling. Eierskapsarbeidet på dette området er særlig rettet inn mot energisektoren eller energintensive sektorer. I 2008 har Norges Bank hatt særlig oppmerksomhet mot enkelte selskapers opptreden knyttet til den nasjonale klimareguleringen i USA. Norges Bank har videreført sju etablerte engasjementer med amerikanske selskaper og har avholdt totalt 15 møter med disse selskapene. Norges Bank er tilsluttet Carbon Disclosure Project (CDP), en uavhengig organisasjon som samler inn og publiserer informasjon om blant annet bedrifters utslipp av drivhusgasser. Gjennom tilslutningen til CDP oppfordrer Norges Bank selskapene til åpenhet, og er også på den måten en pådriver i arbeidet for å redusere utslipp av klimagasser.

I november 2008 kunngjorde Norges Bank at banken deltar i et nytt opprop fra 135 fond hvor en går inn for at rike land, i tråd med anbefalingene fra FN's klimapanel, reduserer sine utslipp av klimagasser med 25–40 pst. innen 2020, regnet fra nivået i 1990.

Norges Bank deltar også i andre former for samarbeid og kontakt med andre investorer. Blant annet gir banken sin støtte til utviklingen av nye regnskapsstandarder (IFRS) som vedrører såkalt «land-til-land» rapportering for selskaper som driver innenfor utvinningsindustrier. Slike standarder vil kunne bidra til å forenkle verdsetting av selskapene og motarbeide korrupsjon og ulovlig bruk av lukkede jurisdiksjoner («skatteparadiser» eller «bortgjemmingsland»). Norges Bank har også bidratt i utviklingen av de FN-initierte «*Principles for Responsible Investment*» (PRI). Det utgjør en viktig internasjonal plattform rettet spesielt inn mot investorrollen. Banken legger disse prinsippene til grunn for eierskapsutøvelsen og samhandlingen med andre investorer. Finansdepartementet har sluttet seg til prinsippene som formell eier av fondet. Prinsippene er nærmere omtalt i kapittel 3.

Eierskapsarbeidet i Folketrygdfondet

Folketrygdfondet har ansvaret for utøvelsen av eierrettigheter i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Styret i Folketrygdfondet har fastsatt retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter i fondet der det overordnede målet er å sikre fondets finansielle interesser. Folketrygdfondet har definert etiske prinsipper for investeringsvirksomheten. Dette er en integrert del av retningslinjene for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse for å bidra til å fremme en langsiktig verdiskaping. God eierstyring og selskapsledelse skal ivareta eierens og andre interessenters rettigheter overfor selskapene, samt sikre at styringsmekanismene i selskapene fungerer hensiktsmessig.

For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det som viktig å følge opp selskapenes lederlønnspolitik. Dette innebærer blant annet å vurdere hvorvidt 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.

For å sikre en mest mulig objektiv og presis vurdering av selskapenes etiske holdninger og handlinger, innhenter Folketrygdfondet informasjon fra åpne kilder som årsrapporter, media og internett. Folketrygdfondet innhenter også informasjon direkte fra selskapene gjennom en spørreundersøkelse i alle norske selskaper det har eierinteresser i. Spørreundersøkelsen er knyttet til integrering og håndtering av miljø og sosiale hen-

syn og ble først tatt i bruk i 2006. Selskaper som ikke svarer, eller som gir utilfredsstillende svar, vil bli fulgt opp særskilt. Folketrygdfondet har gjennomgående et positivt bilde av oppmerksomhetsnivå, standarder og praksis hos selskapene som hittil har besvart undersøkelsen.

Folketrygdfondet har vært med på utviklingen og lanseringen av prosjektet Bærekraftig verdiskaping, et investorsamarbeid mellom tolv av de største institusjonelle investorene i Norge. Gjennom samarbeidet har disse investorene gjennomført en spørreundersøkelse blant selskapene som i 2008 inngikk i Oslo Børs hovedindeks. Resultatene av undersøkelsen ble presentert 10. desember 2008. Målet med prosjektet er å påvirke norske børsnoterte selskaper til en bærekraftig utvikling og langsiktig verdiskaping.

Utelukkelse av selskaper

Etikkrådet for Statens pensjonsfond – Utland er et faglig uavhengig råd opprettet for å gi tilrådinger om filtrering og uttrekk av enkelt-selskaper til departementet, basert på de etiske retningslinjene for fondet. Departementet beslutter hvorvidt et selskap skal utelukkes og baserer sin beslutning blant annet på rådets vurdering, men vil normalt også innhente Norges Banks vurdering av om banken gjennom sin eierskapsutøvelse kan bidra til å redusere risikoen for grovt uetiske forhold. Etikkrådet har fem medlemmer og et eget sekretariat på sju personer. Sekretariatet overvåker selskapene fondet har eierandeler i og utreder og forbereder saker for rådet.

Etter de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland kan selskaper utelukkes fra fondet ved:

- negativ filtrering for å fange opp selskaper som produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, eller som selger våpen eller militært materiell til stater nevnt i de utfyllende retningslinjene for forvaltningen av fondet, og
- uttrekk av enkelt-selskaper dersom en investering utgjør en uakseptabel risiko for medvirkning til handlinger eller unnlatelser som anses som grovt uetiske.

Det er så langt utelukket 32 selskaper fra fondets investeringsunivers. Av disse er 22 utelukket på grunn av medvirkning til produksjon av inhumane våpentyper. De øvrige 10 selskapene er utelukket for å unngå en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til grove eller systematiske krenkelser

av menneskerettighetene, eller alvorlig miljøskade. I 2008 utelukket departementet til sammen seks selskaper, hvorav ett selskap ble utelukket fordi selskapet produserer klasevåpen som er forbudt i henhold til den nye klasevåpenkonvensjonen. Departementet utelukket også ett selskap som selger militært materiell til Burma. Videre har departementet utelukket fire selskaper basert på en vurdering av at selskapenes virksomhet bidrar til alvorlig miljøskade.

1.3.2 Evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland

Innledning

Hovedmålet med evalueringen av de etiske retningslinjene er å vurdere om retningslinjene har virket etter intensjonen, å bevare den brede politiske oppslutningen om de etiske retningslinjene og å fange opp innspill som kan være med på å styrke Statens pensjonsfond – Utlands profil som en samfunnsansvarlig investor.

Som ledd i evalueringsprosessen har departementet gjennomført en rekke aktiviteter for å innhente informasjon og synspunkter, både fra norske og internasjonale interessenter. Det er blant annet gjennomført en høring hvor over 50 instanser har gitt innspill med forslag til endringer og forbedringer av dagens system for ivaretagelse av etiske hensyn i forvaltningen.

Hovedkonklusjonen etter evalueringen er at de etiske retningslinjene bygger på et solid fundament og har vist seg å være robuste over tid. Mange viktige trekk kan derfor videreføres. I lys av utviklingen internasjonalt og erfaringene med de etiske retningslinjene så langt, foreslår Regjeringen enkelte endringer og justeringer i eksisterende mål og virkemidler, jf. boks 1.1. Det foreslås samtidig flere andre tiltak for å styrke og videreutvikle arbeidet med fondet som en ansvarlig investor.

En bred tilnærming

For å opprettholde fondets solide posisjon som en ansvarlig investor, foreslår departementet at hensynet til god selskapsstyring og til miljømessige og sosiale forhold i større grad skal integreres som relevante faktorer i hele arbeidet med forvaltningen av fondet. Dette er i tråd med utviklingen internasjonalt, og vil innebære et økt ambisjonsnivå på dette området. Rollen som ansvarlig investor vil være et av premissene for Finansdepartementets arbeid med investeringsstrategien for fondet, jf. nærmere omtale i kapittel 2. Departementet vil videre stille

krav til at slike hensyn skal ivaretas på andre stadi-er i investeringsprosessen, i samsvar med PRI-prinsippene.

Etter dagens etiske retningslinjer skal fondets etiske forpliktelser fremmes gjennom tre virkemidler; eierskapsutøvelse, negativ filtrering og uttrekk av selskaper fra universet av tillatte investeringer. Den nye tilnæringsmåten gir flere virkemidler i rollen som ansvarlig investor. De nye virkemidlene vil komme i tillegg til eksisterende virkemidler, og er ikke ment å svekke betydningen av disse.

Klargjøring av overordnet målsetting

De etiske retningslinjene angir ingen overordnet målsetting eller målformulering som gjelder for retningslinjene som helhet. De to virkemidlene eierskapsutøvelse og uttrekksmekanismen har hver sine ulike målsettinger, henholdsvis å sikre fondets langsiktige finansielle interesser og å unngå medvirkning til grovt uetiske handlinger eller unnlater. Departementet foreslår å klargjøre den overordnede målsettingen for fondet som ansvarlig investor, jf. nærmere omtale i avsnitt 4.3.2. og boks 4.2.

Den overordnede målsettingen vil være retningsgivende for arbeidet som ansvarlig investor og for virkemidlene som kan anvendes på vegne av fondet. I forhold til gjeldende retningslinjer innebærer forslaget en større vektlegging av ønsket om å bidra til endringer i positiv retning i bærekraftsspørsmål og når det gjelder selskapers atferd innen selskapsstyring og sosiale og miljømessige forhold.

Videreføring og justering av utelukkelsesmekanismen

Departementet legger opp til å videreføre at fondet ikke skal ha investeringer som innebærer medvirkning til selskapers alvorlige og grove brudd på grunnleggende etiske normer, i henhold til de samme kriterier som i dag. I tillegg legges det opp til å utelukke tobakksprodusenter fra fondets investeringer, jf. nedenfor. Det legges videre opp til å klargjøre nærmere hvilke hensyn departementet mener bør vektlegges ved en beslutning om uttrekk. Departementet mener at en blant annet bør kunne legge vekt på antatte virkninger av beslutninger om uttrekk ved bruken av dette virkemiddelet, utover det at man vil unngå medvirkning til grovt uetisk aktivitet. Uttrekksmekanismen bør ikke ses løsrevet fra det øvrige arbeidet med den ansvarlige forvaltningen.

Boks 1.1 Samlet oversikt over resultatene av evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland

Resultatet av evalueringsprosessen og de endringer og tiltak det legges opp til kan oppsummeres i følgende hovedpunkter:

- Synliggjøre Statens pensjonsfond - Utland som ansvarlig investor ved
 - å klargjøre den overordnede målsettingen for arbeidet som ansvarlig investor,
 - å etablere et nytt investeringsprogram innen miljø, samt vurdere et nytt investeringsprogram innen utvikling i framvoksende markeder,
 - å initiere en bred utredning som vurderer hvordan klimautfordringene kan påvirke de finansielle markedene og hvordan investorer bør handle ut fra dette, og
 - at departementet slutter seg til FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI) og deltar direkte i andre internasjonale initiativer for å være med på å sette dagsorden for hvordan hensyn til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold mest effektivt kan ivaretas innenfor rollen som finansiell investor.
- Videreføre høye ambisjoner i den operative forvaltningen ved å
 - stille krav om at Norges Bank i sin virksomhet integrerer hensyn til god selskapsstyring, og miljømessige og sosiale forhold i flere deler av forvaltningen av fondet, i tråd med bankens tilslutning til PRI-prinsippene,
 - be Norges Bank om å utarbeide flere forventningsdokumenter. Departementet vil be om forventningsdokumentet innenfor miljøområdet og god selskapsstyring. Innenfor miljøområdet anses et dokument om selskapers klimastrategi som særlig relevant. Et dokument om selskapers åpenhet og rapportering om betalingsstrømmer kan bidra til å motvirke bruk av lukkede jurisdiksjoner til å skjule ulovlige handlinger,
- gjennomføre høringer ved større endringer i satsingsområdene for eierskapsutøvelsen, og
- stille nye krav til åpenhet og rapportering omkring arbeidet med eierskapsutøvelse.
- Videreutvikle utelukkelsesmekanismen ved å
 - utelukke tobakksprodusenter fra fondets investeringsunivers,
 - klargjøre hvilke hensyn som departementet mener bør vektlegges ved beslutningen om uttrekk, herunder antatte virkninger av slike beslutninger,
 - gjøre innholdet i de ulike kriteriene for utelukkelse mer tilgjengelig for selskapene og omverdenen for øvrig,
 - legge opp til at en beskrivelse av Etikkrådets arbeidsmetoder og en beskrivelse av prinsipper for utvalg av selskaper som skal granskes nærmere gjøres offentlig tilgjengelig, og
 - legge opp til at det utarbeides og offentliggjøres en prosedyre for behandling av saker som gjelder hvordan utelukkede selskaper kan bli tatt inn i porteføljen igjen.
- Bedre samvirket mellom virkemidlene ved å
 - legge til rette for at en i vurderingen av om et selskap bør utelukkes tar stilling til om andre virkemidler kan være bedre egnet til å oppnå fondets overordnede mål som ansvarlig investor,
 - etablere en observasjonsliste over selskaper som et nytt virkemiddel, og
 - legge til rette for et system for samvirke og koordinering mellom Etikkrådet og Norges Bank.

Fondets økte investeringer i framvoksende markeder fører til nye utfordringer for anvendelsen av de etiske retningslinjene. Dette er gitt en særskilt omtale. Det samme gjelder anvendelsen av de etiske retningslinjene i krigs- og konfliktsoner.

Det legges opp til enkelte tiltak for å sikre forutberegnelighet for selskapene i porteføljen. Departementet vil arbeide for å gjøre tolkningen og inn-

holdet av de ulike kriteriene for utelukkelse mer tilgjengelig, blant annet ved å systematisere informasjon annerledes. Departementet mener at et hensiktsmessig tiltak er offentliggjøring av Etikkrådets arbeidsmetoder og prinsipper for utvalg av selskaper som skal granskes nærmere. Departementet vil videre legge opp til at det utarbeides og offentliggjøres en prosedyre for hvordan utelukkede selskaper kan bli tatt inn i porteføljen igjen.

Negativ filtrering av selskaper fra porteføljen på grunnlag av selskapets produkter

Departementet legger opp til å videreføre negativ filtrering av selskaper som produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, og av selskaper som selger våpen eller militært materiell til stater nevnt i de utfyllende retningslinjene for forvaltningen av fondet. Per i dag gjelder dette Burma. I tillegg legges det opp til et nytt filtreringskriterium som omfatter selskaper som produserer tobakk.

Negativ filtrering av selskaper som produserer tobakk har vært vurdert ved flere anledninger. Flere høringsinstanser har gitt uttrykk for at tobakk bør omfattes av filtreringsmekanismen. Negativ filtrering av hele produktgrupper er et meget sterkt virkemiddel, og bør begrenses til særlige tilfeller hvor en kan legge til grunn at det eksisterer et klart felles verdigrunnlag i den norske befolkningen. Det har skjedd en utvikling i perioden etter at Graverutvalget foreslo dagens etiske retningslinjer, internasjonalt gjennom en egen konvensjon viet tobakkskontroll (trådte i kraft i februar 2005) og nasjonalt gjennom innstramningen av røykeloven i 2004, som må anses å utgjøre et slikt klart felles verdigrunnlag relatert til filtrering av tobakksprodusenter. Når det gjelder spørsmål om ev. å utelukke andre helseskadelige eller sosialt uheldige tjenester fra fondets investeringsunivers, herunder alkohol, har man ikke den samme graden av normutvikling nasjonalt eller internasjonalt som kan gi en tilsvarende tydelig forankring. Videre er tobakk et produkt som skiller seg ut ved at det kan føre til alvorlig helseskade når det blir anvendt i tråd med forutsetningene for normal bruk.

Etter departementets vurdering er det *produksjon* av tobakk som bør danne grunnlag for filtrering. Dermed vil salg av tobakk ikke rammes av kriteriet. Departementet vil se nærmere på ulike metoder for avgrensning ved filtrering av selskaper som produserer tobakk. Det kan vise seg å være noen særlige utfordringer ved å skulle operere med en nulltoleranse for all produksjon av tobakk, selv om dette vil være et utgangspunkt når man utformer kriteriet. Nærmere omtale av filtrering av selskaper som produserer tobakk fra Statens pensjonsfond - Utland er gitt i kapittel 4.

Eierskapsutøvelsen

Departementet legger opp til å videreføre hovedtrekkene i dagens etiske retningslinjer som gjelder eierskapsutøvelse. I tillegg til det som allere-

de gjøres på dette området, legger departementet opp til flere tiltak for å understøtte et høyt ambisjonsnivå og stor åpenhet omkring ivaretagelse av eierrettigheter. Departementet vil stille formelt krav om at Norges Bank i sin virksomhet integrerer hensyn til god selskapsstyring og miljømessige og sosiale forhold i flere deler av forvaltningen av fondet, i tråd med PRI-prinsippene banken har sluttet seg til. Det vil også bli stilt nye formelle krav til banken om åpenhet og rapportering omkring arbeidet med eierskapsutøvelse.

Norges Bank har valgt ut fokusområder for eierskapsutøvelsen. Departementet støtter dette. Valg av fokusområder er et viktig spørsmål, og departementet foreslår at det legges opp til en prosess hvor vesentlige endringer eller utvidelse av fokusområder på forhånd forelegges departementet. Departementet kan bestemme at endringer av vesentlig betydning skal sendes på høring før beslutning treffes. Etter departementets oppfatning har utarbeidelsen av et forventningsdokument om barns rettigheter vært et vellykket tiltak, og banken bør utarbeide flere slike forventningsdokumenter. Et viktig område vil være forventninger knyttet til miljø. Et dokument om selskapers klimastrategier anses særlig relevant. Departementet vil også be Norges Bank utarbeide et forventningsdokument om selskapers åpenhet og rapportering om betalingsstrømmer. Tydelige forventninger fra investorer som Statens pensjonsfond – Utland på dette området kan motvirke bruk av lukkede jurisdiksjoner til å skjule ulovlige handlinger som blant annet korrupsjon, hvitvasking og skatteundragelser, og slik bidra til mer velfungerende og legitime markeder. Flere forventningsdokumenter vil kunne bidra til å skape åpenhet om arbeidet med eierrettigheter og samtidig ivareta behovet for forutsigbarhet for selskapene.

Samvirke mellom virkemidlene

I tråd med det som er sagt ovenfor om en overordnet målsetting for arbeidet som ansvarlig investor, mener departementet at det er behov for å samordne bruken av virkemidler i større grad enn det dagens system legger opp til. Det samme gjelder Norges Banks og Etikkrådets virksomhet.

Departementet legger opp til en ny bestemmelse om at det skal vurderes om andre virkemidler kan være bedre egnet til å oppnå fondets mål som ansvarlig investor før uttrekk besluttes. Dette har til dels allerede blitt gjennomført ved at departementet, etter å ha mottatt en tilråding

om uttrekk, har forespurt Norges Bank om eierskapsarbeid kan bidra til å redusere risikoen for nye brudd på retningslinjene. En slik bestemmelse vil gi en mer målrettet bruk av de samlede virkemidler, og vil i større grad medføre at uttrekk blir en reelt sett siste utvei når andre tiltak er vurdert. Departementet legger også opp til å formalisere bruk av observasjonsliste som et nytt tiltak. En beslutning om å sette et selskap til observasjon kan i gitte tilfeller være et godt alternativ, fordi dette kan antas å bidra til at selskapet endrer sin atferd eller til at selskapet gir mer informasjon som kan avklare situasjonen. Bruken av observasjonsliste antas å være særlig egnet der det er stor usikkerhet om utviklingen framover i tid.

Økt grad av samvirke vil kreve tilpasninger i Norges Banks og Etikkrådets mandater og arbeidsform. Departementet vil arbeide videre med den nærmere utformingen av et nytt system i dialog med Etikkrådet og Norges Bank etter at Stortinget har behandlet resultatene av evalueringen.

Andre temaer og tiltak

Som en stor eier og investor internasjonalt kan departementet være med på å sette dagsorden for viktige problemstillinger når det gjelder *forskning og internasjonalt arbeid* som har betydning for hvordan hensyn til miljø, sosiale forhold og god selskapsstyring mest effektivt kan ivaretas av en finansiell investor. Finansdepartementet vil øke sitt engasjement på dette området.

Mange høringsinstanser har påpekt at oljerikdommen gir Norge et spesielt ansvar for å belyse problemstillinger knyttet til karbonutslipp og klimaendringer. For en investor med Statens pensjonsfond – Utlands særtrekk når det gjelder langsiktighet og bredde i investeringene vil det også være i fondets egen interesse å belyse hvordan klimaendringer kan påvirke utviklingen i de finansielle markedene.

Stern-rapporten² var et viktig bidrag til forståelsen av klimaendringers betydning for den samlede økonomiske utvikling globalt, og et arbeid av liknende karakter kan bidra til å belyse betydningen for finansielle markeder mer spesielt. Departementet tar på denne bakgrunn sikte på å initiere en utredning som vurderer hvordan klimautfordringene kan påvirke de finansielle markedene, og hvordan investorer bør handle ut fra dette. Dette bør være et

internasjonalt prosjekt som eventuelt kan gjennomføres i samarbeid med andre investorer. Departementet vil komme tilbake med en nærmere vurdering av et opplegg for dette prosjektet i Nasjonalbudsjettet 2010.

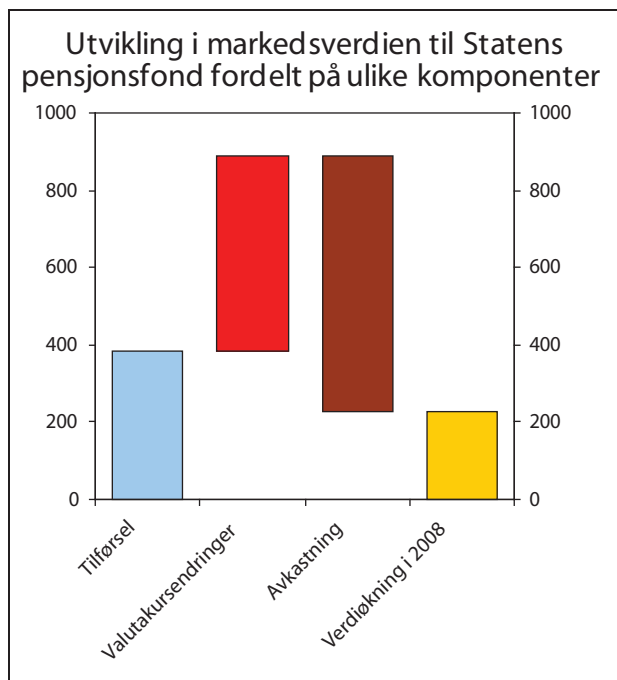
Departementet ønsker generelt å bidra til utviklingen av beste praksis internasjonalt innen området ansvarlige investeringer, og vil i den sammenheng vurdere ulike tiltak som kan støtte opp under dette. Dette kan eksempelvis være medlemskap i utvalgte internasjonale sammenslutninger av investorer, samarbeid med FN-organer som er aktive på området, samt økt kontakt med internasjonale eksperter. Norges Bank og Folkestrygdfondet har begge signert FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI). Finansdepartementet ønsker å markere en ytterligere støtte til disse prinsippene ved at også departementet signerer dem på vegne av Statens pensjonsfond.

Departementet vil videre vise til at det legges opp til et nytt investeringsprogram som skal rettes mot miljørelaterte investeringsmuligheter jf. omtale ovenfor i avsnitt 1.2.

Det ble i 2007 innført en ny bestemmelse i rammeverket for forvaltningen om at fondet ikke kan plasseres i rentebærende instrumenter utstedt av staten Burma. Det er kommet inn flere høringsuttalelser som ønsker å utvide omfanget av forbudet mot å investere i enkelte lands *statsobligasjoner*. Departementet vil fortsatt legge til grunn at det vil være et drastisk utenrikspolitisk tiltak å utelukke et lands statsobligasjoner fra investeringsuniverset på bakgrunn av handlinger fra landets myndigheter. Burma skiller seg ut på flere måter, men det viktigste i denne sammenheng er omfanget av de internasjonale tiltakene mot Burma. For tiden finnes det ingen andre tiltak eller sanksjonsregimer med tilslutning i Stortinget, som har samme omfang som tiltakene mot Burma. Det er uaktuelt, løstrevet fra en slik internasjonal forankring, å bruke trusselen om investeringsuttrekk som et generelt virkemiddel i norsk utenrikspolitikk.

Lukkede jurisdiksjoner (såkalte *skatteparadis*) kan blant annet legge til rette for å skjule økonomisk kriminalitet. Regjeringen ser alvorlig på skadevirkninger som følge av skadelig praksis i slike lukkede jurisdiksjoner. Det er lover og regler i det enkelte landet som bestemmer om man har med en lukket jurisdiksjon å gjøre. Bekjempelsen av såkalte skatteparadis må derfor rettes inn mot disse landenes myndigheter, slik det allerede gjøres i bred skala.

² "The Economics of Climate Change – The Stern Review" (2006)



Figur 1.2 Utvikling i markedsverdien til Statens pensjonsfond i 2008 fordelt på ulike komponenter. Mrd. kroner

Kilde: Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet

Det vil ikke være hensiktsmessig å bruke investering i lukkede jurisdiksjoner som et selvstendig utelukkelseskriterium i aksjeporteføljen. Dette antas å ha liten selvstendig effekt og vil i tillegg by på store avgrensingsproblemer.

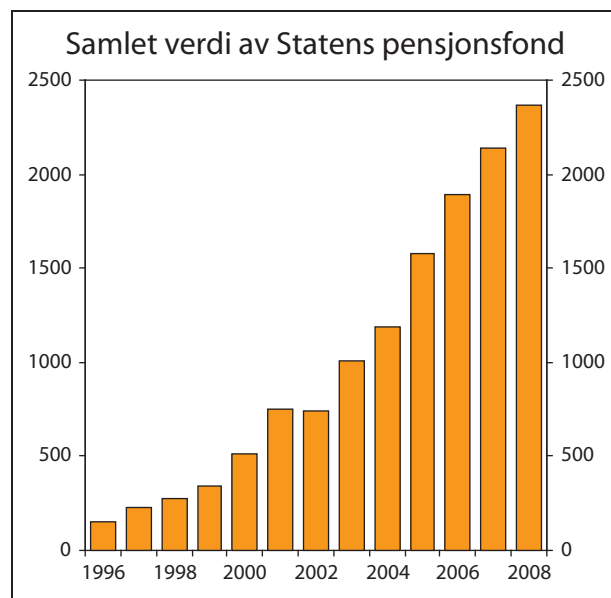
Når det gjelder fondets eiendomsinvesteringer, er det lagt opp til begrensninger slik at uønskede eiendomsselskaper og –fond ikke skal kunne etableres i lukkede jurisdiksjoner. Regjeringen legger opp til å forsterke innsatsen mot lukkede jurisdiksjoner i vår rolle som investor gjennom fondets aksjeinvesteringer. Norges Bank støtter allerede opp om Extractive Industries Transparency Initiative (EITI), et internasjonalt initiativ som tar sikte på å fremme åpenhet om inntektsstrømmer i utvinningsindustrien. Norges Bank gir videre sin støtte til utvikling av nye regnskapsstandarder (IFRS) som vedrører såkalt «land til land-rapportering» for selskaper som driver innenfor utvinningsindustrier (gruvedrift, oljevirksomhet mv). Økte krav til åpenhet og rapportering fra selskapenes side om inntektsstrømmer og skatteforhold kan motvirke effekten av hemmeligholdet som skatteparadisene tilbyr og kan være et egnet tiltak i kampen mot korrupsjon. Gjennom breddeinitiativer som de nevnte, arbeider en målrettet med selve spillereglene og «infra-

strukturen» i finansmarkedene, framfor å gjøre det til et spørsmål om at fondet som investor skal vurdere om enkeltelskaper i porteføljen har legitime grunner til aktivitet i såkalte skatteparadis. Norges Bank vil bli bedt om å utarbeide et forventningsdokument som retter seg mot selskapers åpenhet og rapporteringskrav om betalingsstrømmer. Tydlige forventninger fra investorer som Statens pensjonsfond – Utland på dette området kan motvirke bruk av lukkede jurisdiksjoner til å skjule ulovlige handlinger som bl.a. korrupsjon, hvitvasking og skatteunndragelse, og slik bidra til mer effektive og velfungerende markeder.

1.4 Resultater i forvaltningen

1.4.1 Utviklingen i markedsverdien til Statens pensjonsfond

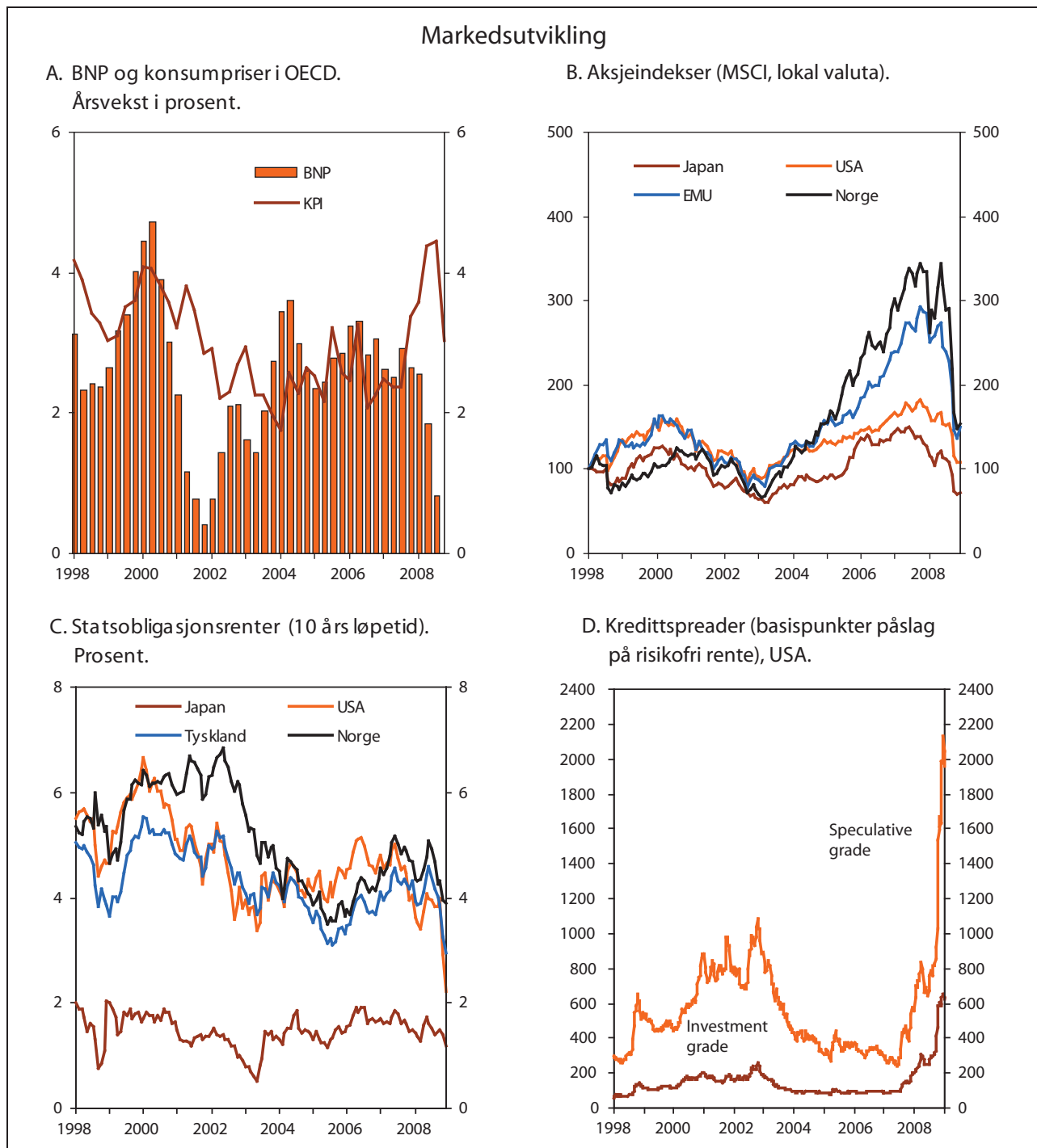
Samlet markedsverdi til Statens pensjonsfond var ved utgangen av 2008 på 2 363,2 mrd. kroner. Dette er en økning på i alt 227,2 mrd. kroner fra utgangen av 2007, noe som blant annet kan knyttes til tilførsel av petroleumsinntekter med 384 mrd. kroner. Samtidig bidro svært svak avkastning på fondets plasseringer til å redusere fondets verdi med om lag 663 mrd. kroner. En betydelig svekkelse av den norske kronen målt mot Statens pen-



Figur 1.3 Markedsverdien til Statens pensjonsfond, 1996-2008.¹ Mrd. kroner.

¹ Statens pensjonsfond ble opprettet i 2006 som en overbygning over Statens petroleumsfond og Folketrygdfondet. Som illustrasjon har en lagt sammen verdien av de to fondene også for tidligere år.

Kilde: Finansdepartementet



Figur 1.4 Markedsutvikling

Kilde: EcoWin

sjonsfond – Utlands valutakurv gjennom fjoråret bidro isolert sett til å øke markedsverdien til fondet med 506 mrd. kroner, men for utviklingen i internasjonal kjøpekraft er endringer i kronekursen ikke relevant. I figur 1.2 er økningen i samlet mar-

kedsverdi til Statens pensjonsfond i 2008 fordelt på de ulike komponentene.

Kapitalen i Statens pensjonsfond har vokst raskt siden midten av 1990-tallet, jf. figur 1.3. Verdien av fondet tilsvarte ved utgangen av 2008 over 1 mill. kroner per husholdning i Norge.

Markedsverdien til Statens pensjonsfond – Utland var ved utgangen av 2008 på 2 275,4 mrd. kroner.³ Dette er en økning på 256,8 mrd. kroner siden utgangen av 2007. Verdien av aksjeporteføljen var ved årsskiftet 1 128,9 mrd. kroner, mens 1 146,5 mrd. kroner var plassert i rentebærende instrumenter. Samlet for årene 1996–2008 er fondet tilført 2 141,8 mrd. kroner.

Markedsverdien til Statens pensjonsfond – Norge var ved utgangen til 2008 på 87,8 mrd. kroner, som er 29,6 mrd. kroner mindre enn ved inngangen av året. Verdien av aksje- og renteporteføljen utgjorde ved årsskiftet henholdsvis 46,5 mrd. kroner og 41,3 mrd. kroner.

Markedsutvikling

Departementets vurdering i fjorårets melding om forvaltningen av fondet var at utviklingen i markedsverdien til Statens pensjonsfond i de foregående fem årene (dvs. i perioden 2003–2007) alt i alt framsto som svært positiv. Dette til tross for at resultatene i 2007 var preget av uro i de internasjonale finansmarkedene gjennom andre halvdel av året, jf. kapittel 1 i St.meld. nr. 16 (2007–2008). Dette reflekterte både høy gjennomsnittlig avkastning på fondets referanseportefølje, og at det var skapt meravkastning i den aktive forvaltningen. Utviklingen i fondets verdi og resultatene i forvaltningen i 2008 endrer i vesentlig grad på dette bildet.

Etter flere år med sterk vekst i verdensøkonomien (jf. figur 1.4a), har store vanskeligheter i finansmarkedene siden sommeren 2007 bidratt til et kraftig tilbakeslag og en betydelig forverring av de økonomiske utsiktene internasjonalt. I flere land har myndighetene gjennom de siste månedene iverksatt omfattende tiltak for å stabilisere finansmarkedene og dempe utslagene av finanskrisen på realøkonomien. Til tross for kraftige pengepolitiske og finanspolitiske tiltak og særlige tiltak rettet mot å sikre bankene kapital i mange land, ligger det an til at veksten i verdensøkonomien i 2009 kan bli svakere enn på mange tiår.

Den internasjonale finanskrisen har gitt kraftige utslag. Etter flere år med bred oppgang i aksjemarkedene, har aksjekursene gjennom det siste året falt markert, jf. figur 1.4b. Videre er den gradvise tilstramningen av amerikansk og europeisk pengepolitikk som fant sted i årene fra 2005 til

2007 nå mer enn reversert, og obligasjonsrentene har falt betydelig i 2008, jf. figur 1.4c. Rentepåslagene i pengemarkedet internasjonalt har steget markert som følge av tillitskrisen i det finansielle systemet, og det har blitt vesentlig dyrere å skaffe langsiktig finansiering både for banker og andre, ikke-finansielle foretak. Finanskrisen har ført til en markert økning i investorenes krav til kompensasjon for å investere i verdipapirer med høy kredittrisiko, jf. figur 1.4d.

Uroen som har preget de internasjonale finansmarkedene i nærmere to år, har ført til at flere banker og finansinstitusjoner har måttet bokføre store tap på verdipapirer og utlån. Denne utviklingen reflekterer at spredningen av nye, kompliserte finansielle instrumenter gjorde det vanskelig å gjennomskue hvem som er utsatt for tap, og tilliten banker og finansinstitusjoner imellom ble derfor kraftig svekket. Finanskrisen gikk inn i en mer alvorlig fase i midten av september 2008, da den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs. Kredittflyten i penge- og kredittmarkedene ble da sterkt svekket, og mange banker fikk problemer med å refinansiere sine innlån. For flere finansinstitusjoner, både i USA og Europa, har problemene vært så store at myndighetene har måttet iverksette redningsoperasjoner for å sikre videre drift.

1.4.2 Avkastningen av Statens pensjonsfond

Det er realavkastningen av Statens pensjonsfond i internasjonal valuta som er relevant for å måle utviklingen i fondets kjøpekraft. Ifølge tabell 1.1 var realavkastningen (etter fradrag for forvaltningskostnader) av Statens pensjonsfond – Utlands plasseringer i 2008 -24,4 pst. målt i internasjonal valuta. Dette er det svakeste resultatet som er oppnådd siden fondet ble etablert. Plasseringene for Statens pensjonsfond – Norge ga en realavkastning i 2008 på -28,8 pst., som også er det svakeste resultatet i fondets historie.

Gjennomsnittlig årlig netto realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland siden begynnelsen av 1997, som ved utgangen av 2007 var 4,3 pst., falt til om lag 1,5 pst. ved utgangen av 2008, jf. tabell 1.1.

I St.meld. nr. 16 (2007–2008) framhevet departementet at det er betydelig usikkerhet knyttet til anslag på forventet avkastning, og historiske erfaringer viser at avkastningen kan svinge en god del. Det er gjort nærmere rede for avkastningsrisikoen i fondet i boks 1.2. Det framgår her at det har vært betydelige svingninger i realisert realav-

³ I denne meldingen legger en til grunn verdien av Statens pensjonsfond – Utland, slik den framkommer i Norges Banks rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008.

Tabell 1.1 Årlig realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland¹ og Statens pensjonsfond – Norge² fratrukket forvaltningskostnader. 1997-2008. Prosent

Netto realavkastning	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1997-2008
Statens pensjonsfond – Utland	7,15	8,20	10,93	0,35	-3,66	-6,62	10,75	6,30	8,46	5,57	1,05	-24,38	1,50
Statens pensjonsfond – Norge	5,60	-2,29	6,24	3,08	0,97	0,49	13,31	10,12	7,28	8,55	8,43	-28,77	2,12

¹ Geometrisk realavkastning i internasjonal valuta beregnet med bakgrunn i et veid gjennomsnitt av konsumprisveksten i de land som inngår i fondets referanseportefølje.

² Geometrisk realavkastning i norske kroner.

Kilde: Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet

kastning, også når dette måles over lengre tidsperioder. De erfaringene vi nå har, gir etter departementets vurdering ikke grunn til å endre anslaget på 4 pst. realavkastning som en rimelig forventning for langsiktig avkastning. Anslaget bygger på forutsetninger som Strategirådet tidligere har beskrevet som rimelige og hensiktsmessige for analyser av langsiktig avkastning og risiko. Strategirådet så i denne sammenhengen blant annet hen til anslag fra andre fond.

I den videre omtalen av resultater i forvaltningen er det tatt utgangspunkt i nominelle avkastningstall siden en ønsker å sammenlikne resultatene i forvaltningen mot avkastningen av en referanseportefølje. Det vil da ikke gi særlig mer informasjon å justere avkastningstallene med prisstigningen.⁴

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland

Den nominelle avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland var -23,3 pst. i 2008, målt i utenlandsk valuta. Dette er det svakeste resultatet som er oppnådd i hele perioden, jf. tabell 1.2. Målt i kroner var fondets avkastning -6,7 pst. i 2008. Når avkastningen målt i kroner er betydelig mindre negativ enn avkastningen målt i fondets valutakurv, skyldes dette at den norske kronen svekket seg betydelig mot de valutaene som inngår i fondets valutakurv i løpet av 2008.

Den nominelle avkastningen i delporteføljene til Statens pensjonsfond – Utland siden inngangen til 1998 er illustrert i figur 1.7.

Risikoen i Statens pensjonsfond – Utland, målt ved standardavviket til avkastningen, var i fjor om lag 14 pst. målt nominelt i lokal valuta. Til sam-

menlikning var gjennomsnittlig risikonivå de siste fem årene 7,8 pst., jf. tabell 1.2.

2008 var et dramatisk år i finansmarkedene. De internasjonale aksjemarkedene ble nesten halvert i verdi, og det har de siste 100 årene ikke vært et enkeltår med svakere avkastning enn 2008. Dette preger i stor grad resultatene for Statens pensjonsfond – Utland.

Ifølge beregninger av avkastningsrisikoen i den samlede referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland, vil et så dårlig resultat som i 2008 inntreffe svært sjelden, jf. boks 1.2.

Som det framgår av figur 1.8, har det også i tidligere perioder vært relativt store svingninger i fondets avkastning. Figuren illustrerer svingningene i den kvartalsvise avkastningen på fondets referanseportefølje, og viser at utslagene i de beste kvartalene er på linje med eller noe større enn utslagene i de dårligste kvartalene, med unntak av

Tabell 1.2 Gjennomsnittlig (geometrisk) årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland. 1998-2008. Prosent og prosentpoeng

	Hele perioden	Siste fem år	2008
<i>Referanseportefølje (Valuta)</i>			
Avkastning	2,98	3,16	-19,93
Standardavvik	6,42	7,00	12,60
<i>Faktisk portefølje (Valuta)</i>			
Avkastning	2,94	2,74	-23,30
Standardavvik	6,88	7,81	14,01
<i>Differanseavkastning (kroner)</i>			
Avkastning	-0,04	-0,43	-4,10
Standardavvik (relativ volatilitet)	0,76	1,03	1,84

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

⁴ Realavkastningen er tilnærmet lik nominell avkastning fratrukket prisstigningen.

Boks 1.2 Avkastningsrisiko i Statens pensjonsfond – Utland

Det forventes over tid en høyere gjennomsnittlig avkastning av fondets aksjeinvesteringer enn av investeringer i rentepapirer, fordi risikoen i aksjer er høyere. Denne høyere risikoen gir seg utslag i større svingninger i fondets avkastning. Valg av aksjeandel i fondet er derfor i stor grad et valg av hvilke svingninger som kan aksepteres i fondets avkastning og hvordan denne risikoen avveies mot høyere forventet avkastning på lang sikt.

I St.meld. nr. 16 (2007-2008) ble det vist til at risikoen knyttet til avkastningen av Statens pensjonsfonds investeringer kan beskrives på tre måter: En simuleringsmodell ble brukt til å beskrive mulig framtidig utvikling i fondet. Historisk avkastning i aksje- og obligasjonsmarkedene ble brukt til å beskrive svingningene i avkastningen de siste hundre år, og historisk avkastning i tidligere finansmarkeds kriser ble brukt til å illustrere hva fondets avkastning ville ha vært i disse periodene.

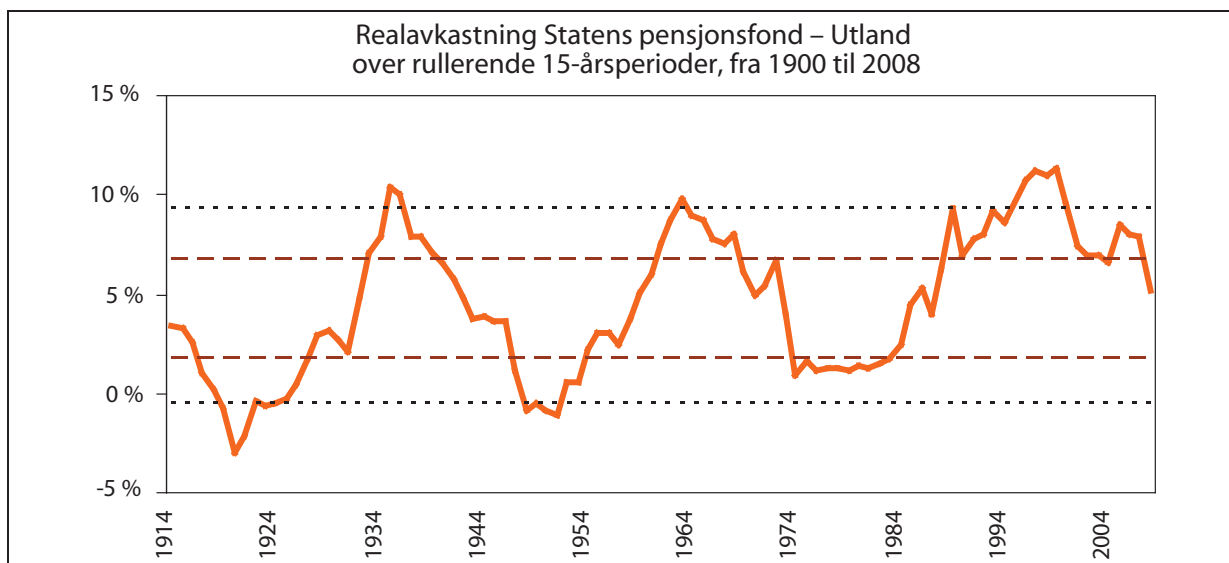
Ved hjelp av disse ulike tilnærmingene ble det presentert anslag for normale svingninger i fondet, blant annet uttrykt i form av statistiske mål for usikkerheten rundt forventet og historisk gjennomsnittlig avkastning. Utviklingen i både aksje- og rentemarkedet i 2008 var usædvanlig. Det framgår samtidig av disse analysene at den negative realavkastningen som er observert i 2008 er innenfor det som av og til må forventes med dagens aksjeandel, men at en slik avkastning vil inntreffe svært sjelden. Nøyaktig hvor sjelden en slik hendelse er, er imidlertid usikkert fordi det er vanskelig å modellere hendelser som inntreffer sjelden og fordi vi, selv med 100 års historikk, har få observerte verdifall av denne størrelsen.

Med simuleringer basert på de samme forutsetninger som det ble gjort rede for i St.meld. nr. 16 (2007-2008), kan det anslås at et så dårlig resultat som i 2008 forventes å inntreffe svært sjelden, om lag en gang i løpet av 350 år. Beregninger ved hjelp av historisk avkastning indikerer på den annen side at en så lav avkastning kan opptre hyppigere. Historisk realavkastning til en portefølje som tilnærmet tilsvarende den fondet har hatt det siste året ville ha vært lavere enn -21,0 pst. i to av årene siden 1900 (1920 og 1974). Årsaken til at anslaget basert på modellsimulering i vesentlig grad avviker fra beregninger på historiske tall er bl.a. sannsynlighetsfordelin-

gen som ligger til grunn for simuleringene undervurderer hyppigheten av sterke fall i finansmarkedene. Simuleringene som er presentert i de to foregående stortingsmeldingene om forvaltningen av Statens pensjonsfond har imidlertid hatt som formål å belyse avkastning og risiko over lengre tidshorisonter enn ett år (en har valgt å studere horisonter på 15 år). Over lengre horisonter vil modellen gi en bedre tilnærming. Modellen og forutsetningene bak den vil bli dokumentert på departementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

Med innfasingen av økt aksjeandel til 60 pst., må en forvente at de årlige svingningene i avkastningen øker. Samtidig stiger forventet langsiktig realavkastning. Anslagene for risiko (volatilitet) og realavkastning (geometrisk) på lang sikt i modellberegningene i St.meld. nr. 16 (2007–2008) er henholdsvis 9,2 pst. og 4,2 pst., målt i lokal valuta. Det er beregnet at sannsynligheten for at realavkastningen over en 15-års horisont skal bli lavere enn 4 pst. er om lag 46 pst., mens sannsynligheten for at realavkastningen blir mindre enn null over en 15-årsperiode er beregnet til rundt 4 pst. Tilsvarende er det beregnet en 68 pst. sannsynlighet for at realavkastning målt over 15-årsperioder vil komme til å ligge innenfor intervallet 1,8–6,7 pst., mens det er 95 pst. sannsynlighet for at den vil ligge innenfor intervallet -0,5–9,3 pst. Figur 1.5 viser disse sannsynlighetsintervallene, og sammenlikner dem med gjennomsnittlig realavkastning over rullerende 15-årsperioder siden 1900 til en global portefølje bestående av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner, med en regionfordeling om lag som i Statens pensjonsfond – Utland. Historisk avkastning over disse rullerende 15-årsperiodene er stort sett innenfor de simulerte 95 pst.-sannsynlighetsintervallene, men en finner også perioder med høyere og lavere avkastning. Det framgår av figuren at svingningene til de simulerte 15-årsavkastningene er noe mer dempet. Over enda lengre tidsperioder viser det seg at historisk realavkastning sjelden er utenfor de simulerte sannsynlighetsintervallene, jf. figur 1.6 som viser rullerende 30-års realavkastningsrater. Periodeavkastningen er utenfor 95-pst. intervallet i kun tre år og da på oppsiden (2004, 2006 og 2007). Dette indikerer at modellberegningene er godt i samsvar med historisk realavkastning, dersom en fokuserer på lange investeringshorisonter.

Boks 1.2 (forts.)

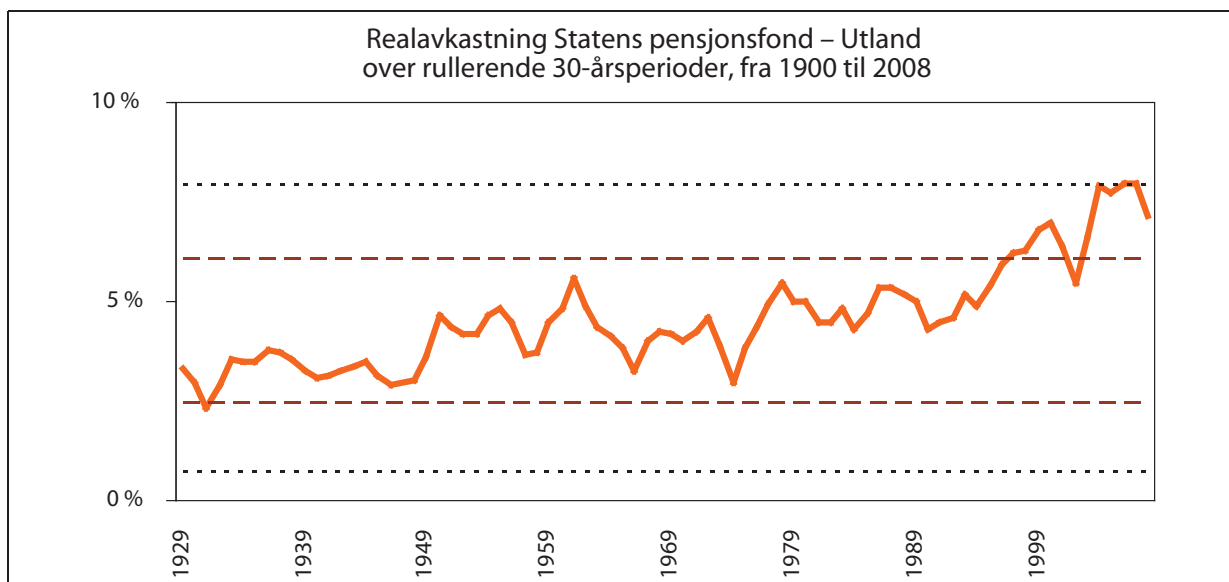


Figur 1.5 Annualisert (geometrisk gjennomsnittlig) realavkastning over rullerende 15-årsperioder siden 1900 til en global portefølje bestående av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner, med en regionfordeling om lag som i Statens pensjonsfond – Utland.^{1, 2}

¹ De stiplede linjene angir sannsynlighetsintervaller beregnet ved hjelp av en simuleringsmodell som tar utgangspunkt i de forutsetninger for avkastning og risiko som ble beskrevet i St.meld. nr. 16 (2007-2008), og gjengitt i tabell 2.2 og 2.3 i kapittel 2 i denne meldingen. Det er 68 pst. sannsynlighet for at framtidig geometrisk realavkastning vil falle innenfor de brune stiplede linjene. Tilsvarende er det 95 pst. sannsynlighet for at framtidig geometrisk realavkastning vil falle innenfor de sorte stiplede linjene.

² Jf. avsnitt 2.3.1 om historisk simulering i kapittel 2.

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton (2008)

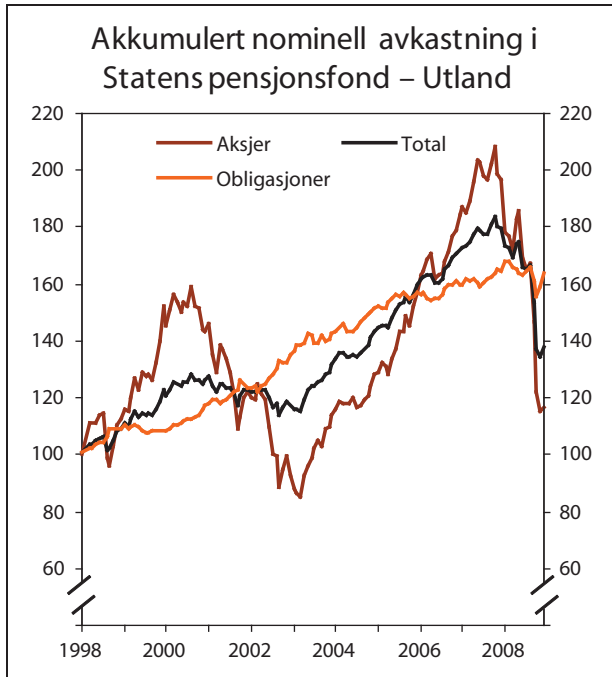


Figur 1.6 Annualisert (geometrisk gjennomsnittlig) realavkastning over rullerende 30-årsperioder siden 1900 til en global portefølje bestående av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner, med en regionfordeling om lag som i Statens pensjonsfond – Utland.^{1, 2}

¹ De stiplede linjene angir sannsynlighetsintervaller beregnet ved hjelp av en simuleringsmodell som tar utgangspunkt i de forutsetninger for avkastning og risiko som ble beskrevet i St.meld. nr. 16 (2007-2008), og gjengitt i tabell 2.2 og 2.3 i kapittel 2 i denne meldingen. Det er 68 pst. sannsynlighet for at framtidig geometrisk realavkastning vil falle innenfor de brune stiplede linjene. Tilsvarende er det 95 pst. sannsynlighet for at framtidig geometrisk realavkastning vil falle innenfor de sorte stiplede linjene.

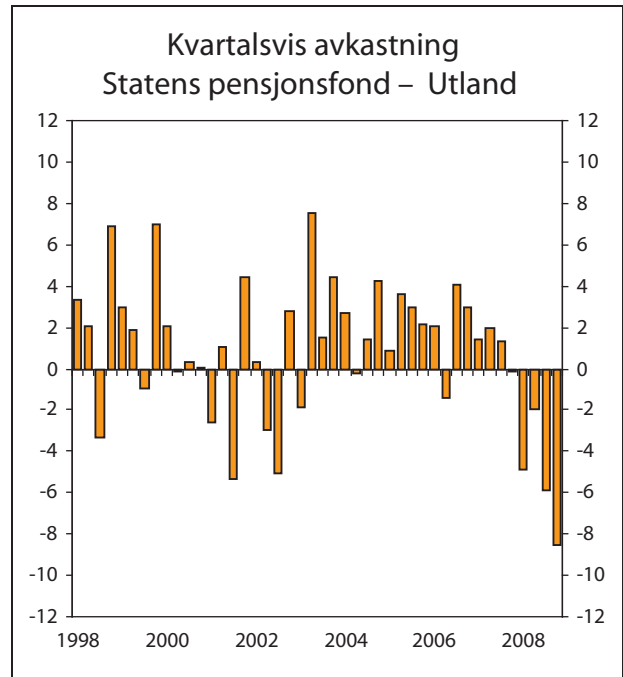
² Jf. avsnitt 2.3.1 om historisk simulering i kapittel 2.

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton (2008)



Figur 1.7 Akkumulert nominell avkastning av delporteføljene til Statens pensjonsfond – Utland målt i fondets valutakurv. Indeks ved utgangen av 1997 = 100

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank



Figur 1.8 Kvartalsvis nominell avkastning av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

siste kvartal i 2008. Det som imidlertid skiller utviklingen i fjor fra tidligere perioder er antall kvartaler på rad med negativ avkastning. Disse svingningene understreker betydningen av at resultatene måles over en lengre periode.

Investeringene i Statens pensjonsfond er langsiktige. Statens pensjonsfond er stort og vil ha lang levetid. I motsetning til andre pensjonsfond er ikke kapitalen øremerket til særskilte forpliktelser, og kapitalen i fondet er fullt ut egenkapitalfinansiert. Fondet står i liten grad overfor risikoen for at eieren må foreta store uttak over kort tid. Det er derfor liten risiko for at negativ avkastning i seg selv fører til at fondet må selge sine eiendeler. Dette står i motsetning til mange andre investorer internasjonalt, som på grunn av finanskrisen og krav til egenkapitaldekning er blitt tvunget til å selge risikable eiendeler til lave priser. Statens pensjonsfond – Utland er på denne bakgrunn godt posisjonert til å bære den risiko som fondet nå opplever. Det betydelige kursfallet i det internasjonale aksjemarkedet i 2008 innebærer samtidig at kjøp av aksjer som følge av opptrappingen av aksjeandelen skjer til vesentlig lavere kurser enn da beslutningen om å øke aksjeandelen ble tatt, jf. avsnitt 1.2.4. Fondets gjennomsnittlige eierandel i

de internasjonale aksjemarkedene er nå på over $\frac{3}{4}$ pst., som er en sterk økning fra året før. Det gir et tilhørende økt eierskap til framtidige overskudd fra børsnoterte selskaper verden over.

I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland har Norges Bank anledning til å avvike fra den referanseporteføljen som departementet har fastsatt innenfor en ramme for forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng, jf. avsnitt 1.2. Bidraget fra denne aktive forvaltningen måles løpende ved at fondets verdiutvikling sammenliknes med utviklingen i referanseporteføljen. I 2008 var avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland 4,1 prosentpoeng lavere enn referanseporteføljens avkastning, målt i kroner. Dette tilsvarer 88 mrd. kroner. Målt i fondets valutakurv var differanseavkastningen -3,4 prosentpoeng. Avkastningen målt i fondets valutakurv gir det beste uttrykket for endringen i fondets internasjonale kjøpekraft. Forskjellen mellom differanseavkastningen målt i kroner og i valuta har tidligere vært relativt liten. Finansdepartementet har tidligere oppgitt differanseavkastningen målt i kroner, og gjør det også i denne meldingen for å sikre sammenliknbarhet med tidligere år. Departementet vil foreta en vurdering av om måleprinsipp bør endres framover.

Fra 1998 og fram til utgangen av 2008 oppnådde Norges Bank en årlig gjennomsnittlig mindreakstning på 0,04 prosentpoeng. Resultatet fra den aktive forvaltningen i 2008 er det klart svakest siden fondet ble etablert.

Fram til og med 2006 rapporterte Norges Bank ni år med meravkastning sammenliknet med avkastningen på fondets referanseportefølje. I de to årene 2007 og 2008 var det mindreakstning i den aktive forvaltningen. Meravkastningen som ble skapt i årene 1998-2006 mer enn oppveies av mindreakstningen i den aktive forvaltningen de to siste årene. Det har samtidig vært stor forskjell på utslagene innen aksjeforvaltningen og renteforvaltningen. Selv om det var mindreakstning innen både aksje- og renteforvaltningen i 2008, står renteforvaltningen for en stor andel av samlet mindreakstning i den aktive forvaltningen. Sett over en lengre periode har Norges Bank oppnådd meravkastning innen aksjeforvaltningen, mens det er oppnådd mindreakstning innen renteforvaltningen.

De svake resultatene innen renteforvaltningen skyldes i hovedsak at Norges Banks aktive obligasjonsinvesteringer i stor grad har hatt en felles eksponering mot underliggende systematisk risiko (likviditetsrisiko og kredittrisiko). Store posisjoner som ble bygget opp i en situasjon der risikopremien på likviditet og kreditt var lav, viste seg å falle samtidig i verdi når markedet ble drevet av store skift i verdsettingen av disse risikofaktorene. Norges Bank skriver i sin rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008 at krisen i det finansielle systemet avdekket at risikotakingen i de ulike mandatene for renteforvaltningen ikke var tilstrekkelig uavhengig, og at mange av forvaltningsmandatene i banken hadde

en felles eksponering mot likviditets- og kredittrisiko som en ikke observerte under normale markedsforhold. I bankens rapport er det gjort nærmere rede for hvordan mindreakstningen fordeles seg på ulike forvaltningsstrategier, jf. omtale i boks 5.3 i kapittel 5 i denne meldingen.

Departementet har tidligere beskrevet utviklingen i renteporteføljens differanseavkastning, hvor det er pekt på at Norges Bank over en lengre periode høstet likviditets- og kredittpremier, som er analogt med å selge forsikring mot likviditets- og kredittkriser, jf. St.meld. nr. 16 (2007-2008). Krisen som inntraff i kredittmarkedene høsten 2007 har ført til store verdifall på disse posisjonene og kan tolkes analogt med et forsikringsselskap som må betale ut forsikring til forsikringstakerne når uhellet inntreffer.

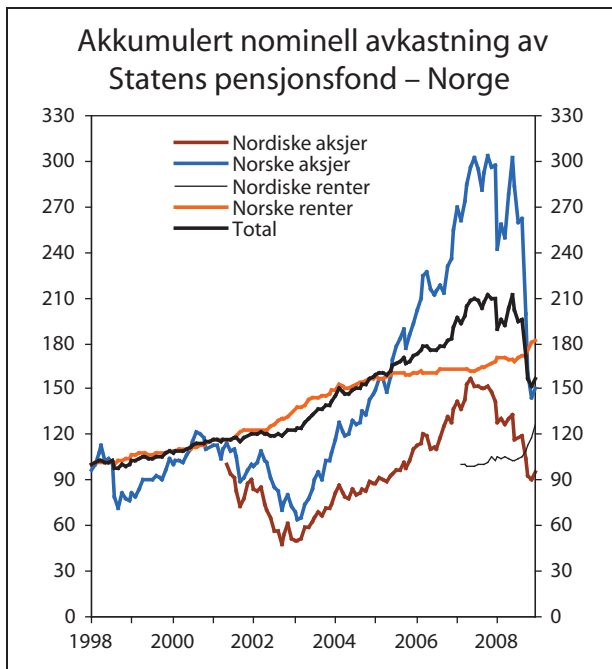
De realiserte tapene på investeringene i renteporteføljen utgjør fortsatt en liten del av samlet mindreakstning. Den løpende avkastningen er høy, noe som ikke bare gjenspeiler at kredittrisikoen har økt, men også høy likviditetspremie og store risikopåslag i markedene. Verdsettelsen av disse obligasjonene er anslag på virkelig verdi under dagens markedsforhold. Anslagene vil kunne endres i takt med utviklingen i markedene. Norges Bank uttaler at de er innstilt på å holde en stor del av disse papirene til forfall. For de papirene der det ikke er konstatert mislighold, vil man mota pålydende ved forfall.

Resultatene i den aktive forvaltningen i Norges Bank må vurderes over en lang periode, men er i 2008 etter departementets vurdering ikke tilfredsstillende. Departementet viser i den forbindelse til de tiltak som Norge Bank har iverksatt knyttet til den aktive forvaltningen, se nærmere omtale i avsnitt 1.5.

Tabell 1.3 Gjennomsnittlig (geometrisk) årlig nominell avkastning og årlig standardavvik til avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge målt i kroner. 1998-2008. Prosent

	Hele perioden	Siste fem år	2008
<i>Referanseportefølje</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	3,54	1,00	-28,79
Standardavvik	8,53	11,70	21,79
<i>Faktisk portefølje</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	4,18	1,96	-25,09
Standardavvik	7,90	10,86	20,55
<i>Differanseavkastning</i>			
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	0,64	0,96	3,70
Standardavvik (relativ volatilitet)	1,46	1,69	2,46

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet



Figur 1.9 Akkumulert nominell avkastning av delporteføljene til Statens pensjonsfond – Norge målt i kroner. Indeks ved utgangen av 1997 = 100

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge

Statens pensjonsfond – Norge har en lang investeringshorisont. At Folketrygdfondet som forvalter av fondets midler er en stor aktør i et relativt lite kapitalmarked, kan legge enkelte begrensninger på muligheten for store skift i porteføljens sammensetning over kort tid. I tråd med dette legger departementet i oppfølgingen av Folketrygdfondets resultater vekt på utviklingen i resultatene over tid.

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge var i fjor -25,1 pst. målt i kroner, jf. tabell 1.3. Dette er det svakeste resultatet som er oppnådd i hele perioden 1998-2008, og skyldes den svært dårlige utviklingen i aksjemarkedene i fjor. Den nominelle avkastningen i delporteføljene til Statens pensjonsfond – Norge er illustrert i figur 1.9.

Risikoen i Statens pensjonsfond – Norge i 2008 var 20,6 pst., målt i kroner. Dette er nær en dobling av risikonivået i forhold til de siste fem årene sett under ett. Deler av den økte risikoen kan knyttes til avviklingen av kontolånsordningen i 2006.⁵

Folketrygdfondet oppnådde gode resultater i den aktive forvaltningen i 2008. Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge var i fjor 3,7 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljens av-

kastning. Dette er den høyeste meravkastningen som er oppnådd i løpet av hele perioden 1998-2008. Departementet er tilfreds med de resultater som Folketrygdfondet har oppnådd i den aktive forvaltningen i 2008.

1.4.3 Kostnader i forvaltningen

Norges Bank skal i henhold til forvaltningsavtalen som er inngått med Finansdepartementet for Statens pensjonsfond – Utland få dekket de faktiske forvaltningskostnadene inntil en øvre grense som for 2008 er satt til 0,10 pst. (10 basispunkter) av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Den øvre grensen for godtgjøring er blant annet satt på grunnlag av informasjon om hva denne type forvaltning koster i fond av tilsvarende størrelse. Finansdepartementet benytter det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. til å utarbeide analysene som ligger til grunn for disse kostnadssammenlikningene. I tillegg til kostnadsdekningen innenfor den øvre grensen godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Forvaltningskostnadene for 2008, eksklusive avkastningsavhengige honorarer, utgjorde 1 678,4 mill. kroner. Dette var en økning på 10,8 pst. fra 2007. Gjennomsnittlig størrelse på fondet økte med 12,9 pst., slik at kostnadene målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje falt fra 0,08 pst. (8 basispunkter) i 2007 til 0,078 pst. (7,8 basispunkter) i 2008. Forvaltningskostnadene eksklusive avkastningsavhengige honorarer er dermed godt under den øvre grensen. Medregnet avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde kostnadene 2 165,2 mill. kroner, som omregnet til årsrate utgjør 0,11 pst. (11 basispunkter) av gjennomsnittlig markedsverdi.

I tillegg til forvaltningskostnader påløper det kostnader knyttet til gjennomføringen av de enkelte transaksjonene. Norges Bank rapporterer regelmessig om transaksjonskostnadene knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Departementet vil i den forbindelse blant annet vise til at Norges Bank i betydelig grad har effektivisert transaksjonsprosessen innen aksjeforvaltningen. I årsrapporten for 2007 viste banken til at den har lykket med å hente ut fordeler ved elek-

⁵ Avviklingen av kontolånsordningen i 2006 medførte at aksjeforføljens andel av totalporteføljen økte betydelig. I St.meld. nr. 24 (2006-2007) er det referert beregninger som viser at risikoen målt ved standardavviket til avkastningen på totalporteføljen, som følge av avviklingen av kontolånsordningen, kan ventes å øke fra om lag 5 pst. til 10 pst.

tronisk handel og at en har utnyttet økt tilgang på handelsdata for å redusere de totale handelskostnadene i fondet. Ifølge Norges Banks beregninger, falt gjennomsnittlige kostnader ved aksjehandel fra vel 40 basispunkter i 2003 til om lag 25 basispunkter i 2007, noe som innebærer en besparelse i transaksjonskostnader på flere hundre millioner kroner årlig. Banken påpeker samtidig at også fallende volatilitet i markedene er en viktig forklaring på nedgangen i kostnadene knyttet til aksjehandel.

Folketrygdfondets kostnader i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge i 2008 svarer til 85,7 mill. kroner, eller 0,084 pst. (dvs. 8,4 basispunkter) av gjennomsnittlig forvaltningskapital, når ekstraordinære pensjonskostnader og avskrivninger holdes utenom. Forvaltningskostnadene er dermed godt innenfor rammen for forvaltningshonoraret som er fastsatt, jf. vedlegg 8 i St.meld. nr. 16 (2007-2008). Kostnadene i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge er ikke helt sammenliknbare med kostnadene i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Norges Bank har valgt å benytte eksterne forvaltningsmandater, som isolert sett er dyrere enn intern forvaltning. Videre er Norges Banks kapitalforvaltning mer omfattende, blant annet ved at kapitalen i Statens pensjonsfond – Utland er spredt over mange flere land og selskaper enn Statens pensjonsfond – Norge. På den annen side er det stordriftsfordeler innen kapitalforvaltning som Norges Bank drar nytte av.

Den har vært en betydelig kostnadsøkning fra 2007 til 2008 i Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge, noe som må ses i sammenheng med at det i forbindelse med implementeringen av det nye rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge er stilt vesentlig strengere krav til blant annet risikostyring, kontroll og rapportering, jf. St.meld. nr. 16 (2007-2008). Det har på denne bakgrunn vært foretatt betydelige investeringer i nye styringssystemer for å tilfredsstille de nye kravene i rammeverket. En god del av utgiftsøkningen fra 2007 til 2008 er av engangskaraktér, men en må samtidig forvente at kostnadene i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge vil bli liggende på et høyere nivå framover enn tidligere, blant annet som følge av økte løpende utgifter knyttet til drift av de nye styringssystemene.

1.5 Utvikling av rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond

Statens pensjonsfond består av de to delporteføljene Statens pensjonsfond – Norge og Statens pensjonsfond – Utland. Rammeverket for forvaltningen av fondet må tilpasses de særlige forhold som gjelder for hver delportefølge, herunder fondets størrelse, graden av tilførsel av midler, investeringsstrategi og organisatoriske forhold. Departementet arbeider løpende med å videreutvikle bestemmelsene i rammeverket.

1.5.1 Rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Statens pensjonsfond – Utland reguleres av følgende regelsett (se vedlegg 1):

- Lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond
- Forskrift 22. desember 2005 om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland
- Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland
- Forvaltningsavtale mellom Norges Bank og Finansdepartementet av 12. februar 2001.

I tillegg kommer lov om Norges Bank og pengevesenet 24. mai 1985 nr. 28 (sentralbankloven). Loven regulerer ikke direkte forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, men setter rammer for sentralbankens organisasjon og ansvarsfordelingen mellom bankens organer. Den danner derfor en organisatorisk ramme for Norges Bank også som kapitalforvalter.

Finansdepartementets investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland omfatter både den strategiske referanseporteføljen og rammer for Norges Banks avvik fra referanseporteføljen. Departementet varsler i denne meldingen at en våren 2010 vil komme tilbake til Stortinget med en ny vurdering av hvorvidt eller i hvilket omfang aktiv forvaltning skal videreføres.

Parallelt med dette arbeidet vil departementet arbeide videre med å utvikle rammeverket for forvaltningen. Det er et krevende arbeid å sikre at rammeverket kontinuerlig utvikles i takt med i investeringsstrategien, veksten i fondskapitalen og utviklingen internasjonalt innen rammeverk og tilsynsmetodikk for store kapitalforvaltere. I fjorårets melding beskrev departementet resultatene av en gjennomgang av internasjonalt anerkjente standarder og beste markedspraksis for

risikostyring innen kapitalforvaltning, jf. kapittel 5 i St.meld. nr. 16 (2007-2008). Beskrivelsen av beste markedspraksis var basert på en referansegruppe bestående av flere store fond og investeringsbanker.

Synet på hvilke institusjoner som representerer beste praksis for risikostyring innen kapitalforvaltning er i endring. Noen av de institusjonene som allment ble ansett for å være ledende innen risikostyring, har senere fått store problemer og har vært nødt til å be om hjelp fra sine respektive myndigheter. Det er derfor sannsynlig at de internasjonale normene for risikostyring vil endre seg framover. Dette vil også ha betydning for departementets videreutvikling av regelverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.

Nedenfor gis en oversikt over Finansdepartementets arbeid med å følge opp rammeverkets krav til Norges Banks risikostyring innen forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, samt en beskrivelse av pågående og planlagte prosjekter knyttet til arbeidet til rammeverket for forvaltningen, jf. kapittel 6.

1.5.2 Oppfølging av rammeverkets krav til risikostyring og kontroll

Ansvaret til Norges Banks styrende organer

Dagens rammeverk for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland gir Norges Bank anledning til å investere på en måte som avviker fra en ren indeksering av referanseporteføljen («passiv forvaltning»), dersom det kan dokumenteres at banken minst følger internasjonalt anerkjente standarder og metoder for risikostyring av slike posisjoner («aktiv forvaltning»). I retningslinjene for forvaltningen heter det blant annet:

«Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Fondet kan ikke investeres i markeder, aktivklasser eller instrumenter dersom oppfyllelse av disse kravene ikke kan dokumenteres (...).»

Den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland er delegert til Norges Bank, og utføres av en egen avdeling i banken, Norges Bank Investment Management (NBIM). Hovedstyret har den utøvende myndigheten i banken, jf. sentralbankloven § 5 første ledd. Hovedstyret har ansvar for at kapitalforvaltningen drives i samsvar med rammeverket. Finansdepartementet har fastsatt. En av hovedstyrets viktigste oppgaver innen den

operative kapitalforvaltningen består dermed i løpende å overvåke Norges Banks evne til å måle og styre risiko, og å påse at det til enhver tid tillatte investeringsuniverset med hensyn til både markeder/valutaer og instrumentbruk er avgrenset slik at de kvalitative kravene i rammeverket for forvaltningen av fondet er oppfylt.

Det framgår videre av sentralbankloven § 5 tredje ledd at

«Representantskapet fører tilsyn med bankens drift og at reglene for bankens virksomhet blir fulgt.»

Representantskapet skal derfor også føre tilsyn med at Norges Bank følger påleggene i rammeverket for Statens pensjonsfond – Utland. Representantskapet har 15 medlemmer som alle velges av Stortinget, jf. sentralbankloven § 7. Representantskapet avgir årlige uttalelser til Stortinget om hovedstyrets protokoller og tilsynet med banken.

Sentralbanklovens regler om bankens styrende organers oppgaver er meget kortfattede, og presiserer ikke nærmere hva hovedstyrets utøvende myndighet går ut på eller hva som ligger i representantskapets tilsynsansvar for bankens drift. Etter departementets syn bør organenes tilsyns- og kontrollansvar klargjøres bedre i loven, jf. avsnitt 1.5.3.

Finansdepartementets oppfølging av Norges Banks operative forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland

Etter lov om Statens pensjonsfond § 2 forvalter Finansdepartementet Statens pensjonsfond – Utland. Den operative forvaltningen er delegert til Norges Bank. Et solid rammeverk og gode oppfølgingsrutiner overfor Norges Bank er en forutsetning for at Finansdepartementet skal kunne følge opp forvalteransvaret.

I forbindelse med endringene i rammeverket som trådte i kraft 1. januar 2006, varslet Finansdepartementet at det også ville bli brukt eksterne konsulenter i oppfølgingen av Norges Banks kapitalforvaltning. I Nasjonalbudsjettet 2006 heter det blant annet:

«Norges Bank driver spesialisert forvaltning. Departementet skal gjennom å stille krav til rapportering lettere kunne identifisere områder der en ved hjelp av ekstern ekspertise kan evaluere Norges Banks overholdelse av påleggene i rammeverket. Departementet legger opp til regelmessige, omfattende gjennomganger av forvaltningen og spesielt risikostyrin-

Boks 1.3 Ekstern gjennomgang av risikostyring og aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond – Utland

Retningslinjene for forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland og resultatene av forvaltningen har jevnlig vært omtalt i stortingsmeldinger siden fondet ble etablert. Det er bred politisk oppslutning om retningslinjene for forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland, som har gitt et visst rom for Norges Bank til å avvike fra fondets referanseportefølje i forvaltningen av fondet helt siden 1998, da fondet åpnet for å investere i aksjer. Rammen for relativ volatilitet har i hele denne perioden ligget fast på 1,5 prosent. Innenfor rammen på relativ volatilitet har det vært en gradvis utvikling i måten de ytre rammene for tillatte investeringer har vært regulert på. Det vises til nærmere omtale blant annet i Nasjonalbudsjettet 1998, Nasjonalbudsjettet 2001, Nasjonalbudsjettet 2006 og de årlige stortingsmeldingene om forvaltningen av fondet. Det har ikke vært uenighet i Stortinget om rammene for aktiv forvaltning under behandlingen av disse meldingene.

I omtalen av markedenes funksjonsmåte og aktiv forvaltning i avsnitt 1.2 framgår det at både Finansdepartementet og Norges Bank har som utgangspunkt at markedene fondet opererer i er nær effisiente, og at en strategi for aktiv forvaltning derfor må bygge på å utnytte fondets særtrekk på en best mulig måte. Videre uttales det at rammen for aktiv forvaltning blant annet må vurderes i lys av bankens uttalte strategier og oppnådde resultater.

Det ble i Nasjonalbudsjettet 2006 gjort rede for at departementet legger opp til regelmessige, omfattende gjennomganger av forvaltningen og spesielt risikostyringen i Norges Bank ved bruk av eksterne konsulenter med spesialkompetanse, jf omtale i avsnitt 1.5.2. Som oppfølging av dette ble det i St.meld. nr. 16 (2007-2008) gjort rede for et gjennomført prosjekt med ekstern gjennomgang av risikostyringssystemene i Norges Bank (Ernst&Young-prosjektet). I kapittel 6 er det gitt en omtale av Norges Banks redigjøreelse for status for arbeidet med å styrke risikostyringen av fondet. Det er også gitt en omtale av departementets arbeid med endringer i reguleringen av den aktive forvaltningen i banken, herunder behovet for å fastsette supplerende grenser for risikotaking utover dagens grense for relativ volatilitet.

Norges Bank skriver i sin rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008 at finanskrisen medførte store utfordringer i risikostyringen og risikohåndteringen som følge av at historiske sammenhenger mellom ulike risikofaktorer brøt sammen, samtidig som likviditeten i de fleste markeder ble kraftig redusert. Dette har særlig rammet renteforvaltningen. Norge Bank understreker derfor at banken tar lærdom av disse erfaringene og styrker beredskapen ytterligere når det gjelder risikohåndtering, blant annet gjennom å sette sterkere søkelys på utfyllende metoder å måle risiko på.

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

Norges Bank har, med bakgrunn i blant annet svake resultater i 2008, gjennomført flere endringer innen den aktive forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland. Banken har blant annet etablert to hovedområder i renteforvaltningen: en portefølje for indeksering og rebalansering og en portefølje som inneholder store og lite likvide posisjoner. Posisjonene vil bli bygget ned, senest når obligasjonene forfaller. Slik banken beskriver den nåværende renteforvaltningen, er risikoen knyttet til gjenværende avvik fra rentereferansen knyttet opp til posisjoner med sterkt redusert omsettelighet. Redusert omsettelighet innebærer at banken ikke på kort sikt kan gjøre store tilpasninger i porteføljen. Departementet legger til grunn at Norges Bank inntil videre, og med unntak for de omtalte vanskelig omsettelige posisjonene, vil gjennomføre forvaltningen av renteporteføljen slik at den faktiske porteføljen ligger nært opptil referanseporteføljen.

gen til Norges Bank i samarbeid med konsultantselskaper med egnet spesialkompetanse. Departementet vil i egnede dokumenter rapportere om dette til Stortinget.»

Høsten 2006 ble det første prosjektet for risikobasert oppfølging av Norges Banks kapitalforvaltning basert på de nye kravene i rammeverket igangsatt. Etter en anbudskonkurranse valgte Finansdepartementet en internasjonal gruppe fra selskapet Ernst & Young til å gjennomgå risikostyringen og kontrollrutinene i Norges Bank. Departementet har i St.meld. nr. 16 (2007-2008) redegjort for innholdet i prosjektets sluttrapport og bankens kommentarer. Det framgikk av redegjørelsen at Norges Bank i tidsrommet 2006-2008 har gjennomført en rekke prosjekter for å videreutvikle bankens risikostyring, blant annet:

- opprettelse av en revisjonskomité for hovedstyret,
- opprettelse av en egen internrevisjon,
- styrking av ekstern revisjon gjennom samarbeid med revisjonsselskapet Deloitte,
- omorganisering av NBIM,
- vesentlig styrking av den uavhengige risikostyringsfunksjonen i NBIM,
- nytt rammeverk for operasjonell risiko, og
- prosjekter for implementering av nye systemer for motpartsrisiko og for prising og verifisering av posisjoner uavhengig av de som foretar investeringsbeslutninger.

Departementet har i brev 20. oktober 2008 til Norges Bank bedt om å bli orientert om status for hovedstyrets arbeid med å styrke bankens risikostyring innen kapitalforvaltningen. Hovedstyrets svar er omtalt i kapittel 6, og følger som vedlegg 3 til denne meldingen.

Norges Bank har gjennomført et omfattende arbeid for å styrke risikostyringen i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, jf. ovenfor. Departementet er positiv til omorganiseringen innen bankens kapitalforvaltning med virkning fra 1. mars 2008.

Det framgår av brevet fra Norges Banks hovedstyre av 12. februar 2009 at banken har innført nye interne retningslinjer som innebærer strengere begrensning av avvik fra referanseporteføljen langs flere nye dimensjoner.

I dag forvaltes fondet innenfor en forenklet overordnet ramme for aktiv forvaltning supplert med krav om at Norges Bank skal utarbeide interne retningslinjer som sikrer at banken minst følger internasjonalt anerkjente standarder og meto-

der for risikostyring av aktive posisjoner. Etter departementets oppfatning viser erfaringene de siste tre årene at det er ønskelig med et mer finmasket system for å regulere risikoen i aktiv forvaltning.

I omtalen av resultatene i den aktive forvaltningen i avsnitt 1.4 er det pekt på at den aktive renteforvaltningen står for en stor andel av samlet mindreavkastning. Dette må ses i sammenheng med at Norges Banks aktive obligasjonsinvesteringer i stor grad har hatt en felles eksponering mot underliggende systematisk risiko (likviditetsrisiko og kredittrisiko), jf. omtalen i avsnitt 1.4. De aktive forvaltningsstrategiene som har gitt betydelig mindreavkastning på rentesiden har ikke i samme grad trukket på rammen for forventet relativ volatilitet, noe som reflekterer at dette risikomålet ikke særlig godt fanger opp risiko knyttet til begivenheter som inntreffer svært sjelden (men som kan være betydelige når de først inntreffer). Departementet vil vurdere nye krav som sikter mot å begrense risikoen i den aktive forvaltningen i form av supplerende mål for risiko. Samtidig må regelverket for den aktive forvaltningen nødvendigvis være rammepreget, slik at ansvaret til bankens styrende organer ikke i praksis flyttes til departementet. Norges Bank er tildelt et forvaltningsoppdrag med en viss grad av frihet i gjennomføringen, og det er verken hensiktsmessig eller ønskelig at denne typen virksomhet detaljreguleres og løpende styres fra departementet.

Det ble i Nasjonalbudsjettet 2006 gjort rede for at departementet legger opp til regelmessige, omfattende gjennomganger av forvaltningen og spesielt risikostyringen i Norges Bank ved bruk av eksterne konsulenter med spesialkompetanse, jf. omtale ovenfor. Som oppfølging av dette ble det i St.meld. nr. 16 (2007-2008) gjort rede for et gjennomført prosjekt med ekstern gjennomgang av risikostyringssystemene i Norges Bank (Ernst&Young-prosjektet). Departementet tar nå sikte på en ny ekstern gjennomgang, jf. omtale i boks 1.3.

1.5.3 Odelstingsproposisjon om endringer i sentralbankloven

Samtidig med denne meldingen fremmer Regjeringen en odelstingsproposisjon om enkelte endringer i sentralbankloven. Departementet har tidligere beskrevet behovet for endringer i sentralbanklovens bestemmelser om regnskap og revisjon, jf. omtale i St.meld. nr. 16 (2007-2008) og i St.meld. nr. 19 (2007-2008). Departementet sendte i juni 2008 ut et høringsnotat om dette. I odelstingsproposisjo-

nen foreslår departementet å underlegge Norges Bank regnskapsplikt etter regnskapsloven. Hensynet til faste rammer for registrering og dokumentasjon av transaksjoner mv. tilsier videre at det bør lovfestes at Norges Bank har bokføringsplikt etter bokføringsloven. Departementet legger videre opp til at det gis adgang til i forskrift å fastsette særskilte regler om årsregnskap, årsberetning og bokføring for banken som utfyller eller fraviker bestemmelsene gitt i eller i medhold av regnskapsloven og bokføringsloven for å regulere eventuelle særskilte forhold knyttet til sentralbankvirksomheten.

Det er bred enighet om at dagens revisjonsordning, der representantskapet oppnevner en sentralbankrevisor som formelt er ansatt i banken, ikke bør opprettholdes. Revisor bør både formelt og reelt fungere helt uavhengig av banken. Departementet foreslår i odelstingsproposisjonen en ordning der representantskapet utpeker en ekstern revisor. Riksrevisjonen og Landsorganisasjonen i Norge foreslo i høringsrunden at Riksrevisjonen skulle overta revisjonen av Norges Bank. Departementet har ikke kunnet slutte seg til en slik løsning av flere grunner. For det første ville dette etter departementets oppfatning ha medført et behov for en omlegging av ordningen med representantskapet som Stortingets tilsynsorgan overfor sentralbanken. Denne ordningen har sitt utspring i Grunnloven § 75 første ledd bokstav c), der det heter at:

«Det tilkommer Stortinget at føre Opsyn med Rigets Pengevæsen.»

Representantskapet vedtar bankens regnskaper. Det vil være unaturlig å skille denne oppgaven fra oppgaven med å utpeke revisor. For det annet ville det etter departementets vurdering være uheldig om Riksrevisjonen skulle foreta den finansielle revisjonen av Norges Bank og samtidig foreta forvaltningsrevisjon av Finansdepartementet, for å avdekke om Statens pensjonsfond – Utland blir forvaltet i samsvar med Stortingets forutsetninger. Når Riksrevisjonen skal vurdere om Finansdepartementet har forvaltet fondet i samsvar med Stortingets forutsetninger, vil bankens reviderte regnskaper være et vesentlig grunnlag for vurderingene. Hvis det er Riksrevisjonen som har revidert disse regnskapene, vil den i så fall måtte vurdere Finansdepartementets forvaltning på bakgrunn av regnskaper den selv har revidert. En ekstern, valgt revisor i Norges Bank vil derfor styrke Riksrevisjonens muligheter til å foreta en selvstendig kontroll av Finansdepartementets forvaltning. Ut fra slike betraktninger valgte Stortin-

get i 2007 å overføre revisjonsoppraget for Folketrygdfondet og Statens pensjonsfond – Norge fra Riksrevisjonen til en ekstern revisor valgt av Finansdepartementet, jf. lov om Folketrygdfondet § 13 og Innst. O. nr. 77 (2006-2007), side 1-2.

Det vil være naturlig at representantskapet som ansvarlig for bankens revisjon fastsetter et revisjonsprogram. Et slikt program vil omfatte prioriteringer i revisjonen utover den rene regnskapsrevisjonen, herunder en plan for såkalte attestasjonsoppdrag. Et typisk attestasjonsoppdrag vil være å be om en vurdering av hvorvidt internkontrollen i banken er effektiv. Med en valgt ekstern revisor vil Finansdepartementet kunne gå i dialog med representantskapet og komme med innspill til revisjonsprogrammet, for å sikre at Finansdepartementets oppfølgingsbehov overfor Statens pensjonsfond – Utland blir ivaretatt. Hvis Riksrevisjonen skal revidere bankens regnskaper, vil Finansdepartementet være avskåret fra dette fordi Riksrevisjonen også har som oppgave å revidere Finansdepartementet. Riksrevisjonen kan ikke revidere Finansdepartementet på vegne av Stortinget og samtidig utføre revisjonsoppgaver departementet har bedt representantskapet om å få utført. En ordning med valgt ekstern revisor vil dermed kunne styrke den samlede oppfølgingen av fondet.

I Odelstingsproposisjonen legges det videre opp til en mer presis beskrivelse av oppgavene til bankens styrende organer og til en klargjøring av grenseflatene mellom representantskapets tilsynsansvar etter sentralbankloven, og Finansdepartementets oppfølgingsansvar etter lov om Statens pensjonsfond.

1.5.4 Gjennomgang av det øvrige rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Finansdepartementet har en tid arbeidet med å gjennomgå regelverket med sikte på å videreutvikle det. Gjennomgangen er motivert ut fra flere hensyn. Det er et generelt behov for å revidere regelverket, som til dels bærer preg av at det er blitt løpende utbygd over tid, samtidig som fondet har vokst betydelig i verdi og i kompleksitet. Videre medfører beslutningen om å investere opptil 5 pst. av fondet i fast eiendom, jf. kapittel 2, og evalueringen av de etiske retningslinjene, jf. kapittel 4, et behov for å revidere retningslinjene.

Retningslinjene bør sikte på å regulere særlige risikofaktorer innen kapitalforvaltning i samsvar med beste internasjonale praksis når det gjelder måling og styring av risiko. Ansvarsforholdet mel-

lom operativ forvalter (Norges Bank) og kapitaleier (Finansdepartementet) må komme klart fram. Regelverket må også sikre at det er klare rapporteringsrutiner og åpenhet om forvaltningen. Ved gjennomgangen baserer departementet seg på bransje- og tilsynsdrevne standarder for risikostyring.

Departementet vil i forbindelse med gjennomgangen av retningslinjene stille strengere krav til Norges Banks forvaltning. Det vil blant annet bli fastsatt supplerende grenser for risikotaking i den aktive forvaltningen utover dagens grense for relativ volatilitet. Dette kan innebære strengere krav til risikospredning for de aktive posisjonene, og at det etableres risikorammer for flere hovedkategorier av risiki. Departementet vil også vurdere om det bør fastsettes rammer for implisitt opplåning («leverage») og short-posisjoner.

Departementet arbeider med å gjennomgå regelverket med sikte på at en ny forskrift for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland kan tre i kraft fra 1. januar 2010. Se nærmere omtale i kapittel 6. Det vises forøvrig til planene om en gjennomgang av aktiv forvaltning, jf. boks 1.3. Eventuelle ytterligere endringer i retningslinjene som følge av denne gjennomgangen vil bli fastsatt etter at Stortinget har behandlet saken.

1.5.5 Santiago-prinsippene for forvaltning av statlige investeringsfond

Departementet har gjennom arbeidet i International Working Group of Sovereign Wealth Funds i regi av IMF bidratt til utviklingen av «*Generally Accepted Practices and Principles for Sovereign Wealth Funds*» – de såkalte «Santiago-prinsippene», jf. omtale i St.meld. nr. 16 (2007-2008) og Nasjonalbudsjettet 2009.⁶ Disse gir uttrykk for gode prinsipper for forvaltningen av statlige investeringsfond. Eksempelvis gis det uttrykk for at rollefordelingen mellom involverte aktører skal være klar, at investeringsfilosofien skal komme klart til uttrykk og at fondene skal ha etiske standarder. Prinsippene er å anse som minimumsstandarder som dagens rammeverk for Statens pensjonsfond – Utland allerede oppfyller. Flere av prinsippene er imidlertid bare forutsatt i dagens regelverk for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, og departementet vil i arbeidet med den nye forskriften for forvaltningen av fondet søke å få prinsippene klarere fram.

I forbindelse med framleggelsen av Santiago-prinsippene i oktober 2008 ble det uttrykt ønske om å undersøke muligheten for å etablere et forum for statlige investeringsfond som kunne bygge videre på arbeidet med disse prinsippene. Fra norsk side er en innstilt på å støtte et slikt arbeid rettet inn mot å bygge tillit og medvirke til en videreføring av et stabilt og åpent internasjonalt investeringsklima, samt velfungerende finansmarkeder.

1.5.6 Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge

Folketrygdfondet ble etablert som eget særlovselskap med virkning fra 1. januar 2008. I St.meld. nr. 16 (2007-2008) ble det gjort rede for det nye rammeverket for Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge. Det nye rammeverket innebærer en klargjøring av ansvarsdelingen mellom departementet og Folketrygdfondets styre. Departementet fastsetter overordnede investeringsrammer, mens styret i Folketrygdfondet er ansvarlig for den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. De samlede bestemmelser om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge er gjengitt i vedlegg 1 i denne meldingen.

Risikostyring og kontrollrutiner

Det nye rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge innebærer vesentlig strengere krav blant annet knyttet til måling, styring og kontroll av risiko og rapportering enn tidligere. Folketrygdfondet har på denne bakgrunn arbeidet med å implementere nye styrings- og kontrollsystemer i forvaltningen for å sikre at systemene for risikostyring og kontroll tilfredsstillende de krav som er stilt i det nye rammeverket. Kravene er basert på at måling, styring og kontroll av ulike risiki skal følge beste internasjonale praksis og internasjonalt anerkjente metoder. Departementet legger til grunn at arbeidet med implementering av nye styringssystemer som følge av kravene som er stilt i det nye rammeverket i det alt vesentligste vil være fullført i løpet av inneværende år.

Regnskapsregler

I St.meld. nr. 16 (2007-2008) varslet departementet at en vil vurdere behovet for å fastsette en egen forskrift som gir nærmere bestemmelser om regnskapsregler for Statens pensjonsfond – Nor-

⁶ <http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm>

ge. Bakgrunnen for dette er at loven om Statens pensjonsfond ikke inneholder direkte bestemmelser om regnskapsregler.

Med bakgrunn i et behov for å klargjøre regnskapsreglene for Folketrygdfondet og Statens pensjonsfond – Norge fastsatte departementet i forskrift 11. november 2008 nr. 1264 nærmere bestemmelser om føring av årsregnskap med mer for Fol-

ketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond – Norge, jf. kapittel 6.

Departementet vil komme tilbake med en vurdering av behovet for å innføre internasjonale regnskapsstandarder (IFRS) for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond – Norge når en har vunnet mer erfaringer med det nye rammeverket for forvaltningen av fondet.

Del II
Nærmere om forvaltningen av
Statens pensjonsfond

2 Investeringsstrategi

Regjeringen har høye ambisjoner for forvaltningen av Statens pensjonsfond. I arbeidet med fondets investeringsstrategi siktes det mot beste praksis i internasjonal kapitalforvaltning.

I dette kapitlet omtales først det prinsipielle grunnlaget for fondets investeringsstrategi, etterfulgt av en drøfting av de viktigste områdene for videreutvikling av strategien, samt et avsnitt som belyser fondets risiko gjennom tilbakeskuende og framoverskuende simuleringer. Deretter følger to avsnitt som omhandler mer operative endringer i investeringsstrategien, først ved en gjennomgang av nylig vedtatte endringer og deretter en omtale av pågående arbeid og planlagte endringer.

2.1 Grunnlaget for fondets investeringsstrategi

Hva som er en god investeringsstrategi avhenger av fondets formål og særpreg, eierens forventninger og holdning til avkastning og risiko, samt hvilke oppfatninger en har av hvordan finansmarkedene fungerer.

2.1.1 Fondets formål og særpreg

Som omtalt i avsnitt 1.1, er Statens pensjonsfond et instrument for generell sparing som forvaltes med sikte på å sikre god finansiell avkastning. Fondet tilhører den norske befolkningen, og Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond vedtatt at Finansdepartementet er ansvarlig for forvaltningen. Avsetninger til og uttak fra fondet er integrert med statsbudsjettet. Med utsikter til fortsatt store petroleumsinntekter og en ansvarlig finanspolitikk, ligger det an til at fondet vil vokse og ha en svært lang investeringshorisont.

Investeringshorisonten har stor betydning for investeringsstrategien, herunder toleransen for variasjoner i fondets verdi på kort og lang sikt, samt arbeidet med ansvarlige investeringer.

I tillegg til at fondet er stort og vil ha lang levetid, er det i motsetning til tradisjonelle pensjonsfond ikke øremerket til særskilte forpliktelser. Kapitalen i fondet er fullt ut egenkapitalfinansiert.

Med det menes at staten ikke har lånt penger for å tilføre fondet kapital. Fondet står i liten grad overfor risikoen for at eieren foretar store uttak over kort tid. I utgangspunktet framstår det derfor som at fondet har en høyere risikobærende evne enn andre investorer det er naturlig å sammenlikne med. Og mens mange investorer kan ha en svake evne og vilje til å ta markedsrisiko etter en periode med negativ markedsavkastning, vil dette ikke i samme grad være tilfelle for Statens pensjonsfond.

Det er bred politisk oppslutning om fondets investeringsstrategi, herunder risikonivået som er fastsatt for fondets samlede investeringer. Det er videre bred politisk enighet om at fondet skal være bredt diversifisert og ha en klar finansiell målsetting, samt det etiske rammeverket for ansvarlig forvaltning av fondet. Oppslutningen om investeringsstrategien i fondet gir en demokratisk forankring og er et viktig bidrag til at en faktisk kan holde fast ved strategien over tid.

Fondet kjennetegnes dermed av en høy risikobærende evne, en svært lang investeringshorisont og et bredt eierskap i flere tusen selskaper i et stort antall land. Fondets langsiktighet og bredde, dvs. fondets karakter av å være en universell eier, gjør at en for å oppnå solid avkastning over tid er avhengig av en god og bærekraftig utvikling globalt, både i økonomisk, miljømessig og sosial forstand. Videre er fondets resultater avhengig av velregulerte og velfungerende markeds plasser hvor prisene gir riktige signaler, samt veldrevne selskaper hvor ledelsen handler i tråd med eierens langsiktige interesser. Den meget svake utviklingen i finansmarkedene i 2008 kan blant annet henføres til en underliggende svikt på disse overordnede områdene. Arbeidet med å integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold, er på denne bakgrunn viktig for å ivareta fondets finansielle interesser, jf. kapittel 4.

Investeringsvirksomhet handler om å ta en velkalkulert risiko for å oppnå en avkastning på investert kapital. Utfordringen er derfor å legge til rette for at det fattes gode investeringsbeslutninger, både på et overordnet og mer detaljert nivå. Siktemålet med investeringene er å oppnå høyest

mulig avkastning innenfor moderat risiko. Dette kan formuleres som å maksimere samlet avkastning (målt i internasjonal valuta for utenlandsdelen av fondet og i kroner for innenlandsdelen), under hensyntagen til:

- *Markedsrisiko som er akseptabel for eierne*, det norske folk representert ved politiske myndigheter. Stortingets tilslutning i 2007 til Regjeringens planer om å heve aksjeandelen gradvis til 60 pst. for Statens pensjonsfond – Utland er et viktig holdepunkt for vurderingen av hva som er akseptabel markedsrisiko i fondet. En bred forankring har bidratt til at en har lyktes med å holde fast ved den langsiktige investeringsstrategien selv under de svært krevende markedsforholdene i 2008. Dette legger et godt grunnlag for at fondet kan oppnå god avkastning over tid.
- *Ansvarlig investeringspraksis og fondets etiske retningslinjer*. Dette arbeidet skal fremme fondets finansielle interesser på lang sikt og samtidig unngå at det foretas investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger, jf. omtale nedenfor.
- *God kontroll med operasjonell risiko*, dvs. risikoen for økonomiske tap eller tap av omdømme 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.
- *Fondets størrelse og særpreg*. Disse forholdene legger visse beskrankninger på muligheten til raske skift i overordnet investeringsstrategi og i aktiv forvaltning, siden en stor aktør vil kunne påvirke markedsprisene og dermed kunne gjøre enkelte investeringer mindre lønnsomme. På den annen side vil fondets størrelse være en fordel i andre sammenhenger. Skalafordeler gjør for eksempel at det er lave prosentvise kostnader knyttet til å spre investeringene i referanseporteføljen. Størrelsen medfører også mulighet for effektivt eierskapsengasjement med lave kostnader i forhold til fondets størrelse. Fondets særpreg gir god anledning til å ha et langsiktig perspektiv på investeringsvirksomheten. Fondets størrelse og langsiktighet gjør det også lettere å få gjennomslag for prioriterte og fokuserte budskap til regulatoriske myndigheter og selskaper en er investert i.
- *Grunnleggende styringsprinsipper*. Selve organiseringen av virksomheten bør ha klare ansvarsforhold for å stimulere til gode beslutninger. Beslutninger om forvaltningen av fondet må følgelig bygge på kompetanse og profesjo-

nalitet. Videre er åpenhet en forutsetning for å videreføre tilliten til dagens modell for forvaltning av fondet, samtidig som det er et viktig bidrag til velfungerende finansmarkeder ved at andre aktører ikke har vesentlig usikkerhet knyttet til handlingsmønsteret til en så stor aktør som Statens pensjonsfond.

Fondet som en ansvarlig investor

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utvikles med sikte på å gjøre samlet avkastning av fondets midler størst mulig. Målsettingen om god finansiell avkastning henger nøye sammen med ønsket om å opptre som en ansvarlig investor. Svaret innebærer blant annet at fondet forvaltes på en slik måte at en bidrar til velfungerende, legitime og effektive markeder og en bærekraftig utvikling i vid forstand. En bredt diversifisert investor som Statens pensjonsfond – Utland, ofte omtalt som en universell eier, vil ha egeninteresse i at hensyn til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold ivaretas. Det følger også av oppdraget som forvalter av befolkningens midler at en må ta hensyn til etiske fellesverdier. I en del tilfeller vil det være sammenfall mellom å sikre langsiktig finansiell avkastning og å ta hensyn til slike fellesverdier, men ikke alltid. Eksempelvis vil fondet ikke ha investeringer i selskaper som grovt bryter grunnleggende etiske normer, uavhengig av effekten det vil ha på avkastningen.

Regjeringen har som mål at Statens pensjonsfond – Utland skal forvaltes på en ansvarlig måte som tar hensyn til god selskapsstyring, og miljømessige og sosiale forhold. Regjeringen legger til grunn at en ansvarlig forvaltning av fondet innrettes slik at en sikrer oppslutning i den norske befolkningen og legitimitet blant markedsaktører. Et siktemål i rollen som ansvarlig investor er å fremme bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og sosial forstand. Dette anses som en forutsetning for god finansiell avkastning på lang sikt. Regjeringen ønsker at Statens pensjonsfond – Utland skal bidra til god selskapsstyring i selskaper fondet har eierandeler i, og til at selskapene respekterer grunnleggende etiske standarder. Regjeringen vil fortsatt unngå investeringer i selskaper som grovt eller systematisk bryter med grunnleggende etiske standarder. Det er således viktig å følge med på og bidra til utviklingen av beste praksis innen ansvarlige investeringer. I tråd med det som gjelder for arbeidet med forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland generelt, skal det også innenfor området ansvarlige investe-

ringer legges vekt på åpenhet, forutberegnelighet og grundig saksbehandling.

For å oppfylle disse målene ønsker departementet i større grad enn i dag å integrere hensynet til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold i alle deler av forvaltningen, jf. nærmere omtale i kapittel 4. Fondet er imidlertid ikke egnet til å ivareta alle etiske forpliktelser vi har som stat. Staten rår over andre politiske, regulatoriske og finansielle virkemidler, som i mange tilfeller vil være bedre egnet til å ivareta slike forpliktelser enn at man legger føringer på forvaltningen av fondet. En har størst mulighet til å øve en positiv påvirkning dersom fokus og virkemidler rettes inn mot den rollen fondet har som finansiell investor. Samtidig skal fondet ikke være et bistandspolitisk eller utenrikspolitisk instrument.

For store, bredt diversifiserte investorer med en langsiktig investeringshorisont, kan den såkalte universielle eierhypotesen gi en begrunnelse for å fremme integrering av hensyn til miljø, sosiale forhold og god selskapsstyring (ESG-faktorer) i forvaltningen. Ett selskaps overveltning av kostnader på omgivelsene, som isolert sett øker dette selskapets avkastning, kan påvirke andre selskaper i porteføljen negativt. Dette kan føre til at avkastningen av porteføljen sett under ett svekkes. Denne effekten er særlig sterk for en «universell eier», dvs. en eier som har andeler i et bredt utvalg selskaper. I en global konkurranseøkonomi kan et selskap som senker kravene til for eksempel miljøhåndtering og arbeidsforhold vinne konkurransefortrinn i forhold til selskaper som opprettholder høye miljøstandarder og krav til arbeidsforhold. En universell eier slik som Statens pensjonsfond – Utland vil dermed kunne se seg tjent med reguleringer, nasjonalt og internasjonalt, som sikrer like konkurranseforhold og som opprettholder høye standarder.

I forlengelsen av denne tankegangen kan integrering av ESG-hensyn i finansiell forvaltning også være forankret i et syn om at markedsreguleringene ikke alene kan sørge for en god balanse mellom ulike samfunnsmessige hensyn. For eksempel kan det begrensede ansvaret som følger av aksjeselskapsformen sett i forhold til gevinstmulighetene som ligger i at selskapet opptrer på en bestemt måte, føre til at hensynet til sosiale eller miljømessige hensyn ikke uten videre blir tilstrekkelig ivaretatt. Et eksempel på dette kan være selskaper som gjennom driften risikerer å forårsake miljøskader med kostbare konsekvenser som ikke bæres av selskapet selv.

2.1.2 Oppfatningen av markedenes funksjonsmåte

Finansteori er et relativt ungt fag, og prisingen i finansmarkedene følger ikke etablerte naturlover. Det betyr at en robust investeringsstrategi må bygge på grunnleggende holdninger og antakelser om hvordan finansmarkedene fungerer. Følgende grunnleggende oppfatninger ligger til grunn for fondets investeringsstrategi:

- *Markedseffisiens*: Departementet legger til grunn som et utgangspunkt at finansmarkedene i stor grad er effisiente, både på et gitt tidspunkt og over tid. Ny informasjon reflekteres raskt i prisene på finansielle aktiva og prisene er gjennomgående «riktige». Studier av historisk avkastning har avdekket såkalte statistiske uregelmessigheter som indikerer ineffisiens, men det er usikkert om slike funn kan utnyttes til å forutse markedsbevegelser i framtiden, slik at en kan oppnå en høyere risikojustert avkastning enn ellers. Se boks 2.1.
- *Diversifisering*: Ettersom avkastningen mellom ulike investeringer ikke beveger seg i takt, kan en ved å spre investeringene få et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko enn ellers. Det er bakgrunnen for at referanseporteføljen for Statens pensjonsfond er spredt på ulike aktiva-klasser og et bredt utvalg av geografiske regioner, land, sektorer og selskaper. Se boks 2.2.
- *Risikopremie*: I tråd med allment akseptert teori og praksis forventes en høyere gjennomsnittlig avkastning av aksjeinvesteringer enn av investeringer i rentepapirer, fordi risikoen i aksjer er høyere. Størrelsen på denne meravkastningen er imidlertid usikker. Se boks 2.3.
- *Aktiv forvaltning*: Med finansmarkeder som i høy grad er effisiente, er det vanskelig for aktive forvaltere å oppnå en høyere avkastning enn markedsavkastningen. Som omtalt i avsnitt 1.2.1 er det samtidig enkelte hensyn som gjør det hensiktsmessig med rom for et visst avvik fra referanseporteføljen. I tråd med dette er rammeverket for Statens pensjonsfond utformet slik at risikoen i fondet over tid i hovedsak følger av den referanseporteføljen departementet har fastsatt. Det vises forøvrig til det planlagte arbeidet med å vurdere aktiv forvaltning, jf. boks 1.3.
- *Forvalter og markedslikviditet*: Erfaring viser at valg og styring av forvalter er av større betydning dersom deler av investeringene foretas i mindre likvide markeder, der det ikke er lett å omsette verdipapirer uten å påvirke prisene.

Boks 2.1 Akademiske studier av markedseffisiens og aktiv forvaltning

For at finansmarkedene skal kunne fylle sin rolle og bidra til en effektiv allokering av ressurser, er det en forutsetning at markedene har en informasjonseffisient prising av finansaktiva. Det vil si at prisene reflekterer tilgjengelig informasjon om framtidig inntjening i selskapene og markedets avkastningskrav til slike investeringer. En kan da få en effektiv ressursallokering, hvor investeringer gjennomføres der de har høyest risikojustert avkastning og hvor risikoen knyttet til slike investeringer bæres av de som har størst toleranse for risiko.

Fra et teoretisk ståsted er det grunn til å tro at finansmarkedene er rimelig effisiente. Et stort antall aktører opptrer i finansmarkedene med mål om å maksimere avkastningen på sine investeringer. Konkurransen er hard, og avlønningssystemene innen finanssektoren tiltrekker mange av de mest kompetente menneskene. Informasjon om selskapenes framtidsutsikter er forholdsvis lett tilgjengelig og det er liten grunn til å tro at enkelte investorer har bedre tilgang på informasjon og analyseverktøy enn andre investorer. Finansmarkedet sies derfor å være et tilnærmet frikonkurransemarked. I et slikt marked konkurreres profitten ned til et nivå der en oppnår en avkastning som over tid akkurat kompenserer for den risikoen en bærer, slik at det vil være vanskelig for en investor konsistent over tid å klare å drive aktiv forvaltning og oppnå avkastning utover normal markedsavkastning.

I litteraturen opererte en opprinnelig med tre former for effisiens – svak, halvsterk og sterk – som var knyttet opp til hvilken type informasjon som reflekteres i prisene.

I en artikkel fra 1970 understreket Fama at følgende tre betingelser var tilstrekkelige, men ikke nødvendige, for markedseffisiens: 1) ingen transaksjonskostnader, 2) all informasjon er tilgjengelig kostnadsfritt, og 3) alle aktørene er enige om betydningen av informasjonen for gjeldende pris og spredningen i framtidig pris.

Grossman og Stiglitz (1980) pekte på at det måtte eksistere tilstrekkelige profittmuligheter (ineffisienser) for å kompensere for handlekost-

nader og kostnader knyttet til informasjonsinn-samling og -analyse. Dette er nødvendig for å ha insentiver til å samle inn informasjon om selskapene og gjennomføre informasjonsbaserte handler, som er forutsetninger for et velfungerende marked. En mer moderne variant av effisienshypotesen er derfor at investorer ikke kan oppnå ekstraordinært god avkastning etter at en justerer for kostnaden knyttet til innsamling og analyse av informasjon og handlekostnader.

Forskere på området deles ofte i to hovedleire: effisiensteoretikerne og atferdsteoretikerne. De første har som utgangspunkt at markedsaktørene har rasjonelle forventninger og at prisingen i markedene er effisient. De andre mener at aktørenes tilpasning ikke alltid er preget av rasjonelle valg og at markedsprisene drives av ulike psykologiske mekanismer.

Akademiske studier indikerer at framtidig avkastning til en viss grad kan predikeres ut fra historiske avkastningsrater og signalvariabler (f.eks. pris/utbytte og pris/inntjening). Atferdsteoretikere forklarer dette med at investorenes tilpasning drives av ulike ikke-rasjonelle mekanismer. Effisiensteoretikerne peker på sin side på at predikerbarheten ikke kan utnyttes til å oppnå ekstraordinært høy avkastning etter at det tas hensyn til transaksjonskostnader, at predikerbarheten ikke er stabil over tid, at det er knyttet flere metodiske problemer knyttet til de statistiske testene, samt at predikerbarheten kan knyttes opp mot tidsvariasjon i avkastningskravet.

Et poeng som framheves er risikoen for at rapporterte studier ikke gir et fullgodt bilde av virkeligheten. Når tilstrekkelig mange forskere jobber aktivt med et bestemt datamateriale, kan en vente at det identifiseres strukturer som egentlig er tilfældigheter og utvalgsspesifikke. Det vises også til at undersøkelser som avdekker uvanlige funn ofte foretrekkes for publisering, som kan føre til en skjevhet i publiseringen ved at studier som bekrefter rasjonalitet og effisiens ikke publiseres i samme grad som studier som finner brudd på effisiens.

Boks 2.1 (forts.)

Fama (1991, 1998) inneholder en gjennomgang av hendelsesstudier og markedseffisiens. Han viser til at det er publisert flere studier som identifiserer uregelmessigheter eller avvik sett i forhold til det en ville vente i effisiente markeder. Famas analyser indikerer imidlertid at disse ikke gir grunnlag for å forkaste markedseffisienthypotesen, og viser til at uregelmessighetene kan synes å være drevet av tilfeldigheter, som er det en ville vente i effisiente markeder. I tillegg er resultatene ikke robuste, fordi uregelmessighetene forsvinner som følge av enkle endringer i målemetodikk.

Dersom markedsprisene fastsettes av irrasjonelle investorer, regelmessig avviker fra virkelig verdi og det er lett å identifisere systematiske mønstre i avkastningsutviklingen, ville en vente at profesjonelle porteføljeforvaltere i verdipapirfond, pensjonskasser, forsikringsselskap mv. oppnådde ekstraordinært høy avkastning. Cochrane (1998) påpeker istedet:

«Some mutual funds seem to outperform simple market indexes, even after controlling for risk through market betas. Fund returns are also slightly predictable: Past winning funds seem to do better than average in the future, and past losing funds seem to do worse than average in the future. For a while, this seemed to indicate that there is some persistent skill in active management. However, multifactor models explain most fund persistence: Funds earn persistent returns by following fairly mechanical styles, not by persistent skill at stock selection. Again, these statements are not dogma, but a cautious summary of a large body of careful empirical work. (...)»

I gjennomsnitt har avkastningen i verdipapirfond vært lavere enn avkastningen en ville oppnådd ved å investere midlene i indeksfond (Malkiel 2007, Sharpe 1991). French (2008) anslår kostnaden knyttet til aktiv forvaltning relativt til ren indeksforvaltning i det amerikanske aksjemarkedet til 0,67 pst. per år for perioden 1980–2006. Artikkelen peker samtidig på at samfun-

nets kostnad ved aktiv forvaltning vil være lavere enn dette, siden aktive forvaltere spiller en viktig rolle ved å bidra til «riktige» priser og en bedre ressursallokering. Etter justering for overlevelsesskjevhet i tallgrunnlaget viser tester at det ikke er sannsynlig at fond som gjør det godt i ett år, oppnår tilsvarende gode resultater i etterfølgende år (Malkiel 2007).

I litteraturen skiller en for noen formål også mellom makroeffisiens og mikroeffisiens. Makroeffisiens dreier seg om markedet klarer å sette riktig prisnivå for brede aktivaklasser, for eksempel om prisingen av aksjemarkedet aggregert er rimelig sett i forhold til aksjeselskapenes aggregerte framtidige inntjening og aksjonærenes avkastningskrav, mens mikroeffisiens handler om ulike verdipapirer er rimelig priset i forhold til hverandre. Samuelson (1998) argumenterte for at aksjemarkedet var mikroeffisient, men makroineffisient. Shiller (2003), som er en kritiker av markedseffisienthypotesen og en av de sentrale akademikerne bak utviklingen av atferdsfinans, ga også uttrykk for at det var støtte i litteraturen for at markedene i rimelig grad var mikroeffisiente.

Malkiel (2003), som definerer effisiente markeder som markeder der investorer ikke kan oppnå en avkastning over gjennomsnittet uten å påta seg risiko over gjennomsnittet, argumenterer på sin side for at markedene kan være effisiente i denne betydningen selv om prisnivået generelt settes feil (som under aksjebobler). Det pekes særlig på hvor følsomt prisnivået er for endringer i investorenes avkastningskrav. Dette er en argumentasjon en også finner igjen hos Cochrane (2004).

I vurderingene av i hvilken grad brudd på effisiens gir grunnlag for en vellykket aktiv forvaltning rettet mot å oppnå ekstraordinær risikojustert avkastning, peker akademikere også på utfordringer knyttet til insentiver. Det er generelt krevende å sørge for at en forvalter har sammenfallende interesser med eier, samtidig som forvalter har sterkere interesse av å drive med aktiv forvaltning enn eier.

Normalt vil en investor relativt enkelt kunne oppnå markedsavkastning i likvide markeder, mens resultatene i lite likvide markeder i vesentlig større grad avhenger av forvalters dyktighet. Når fondets plasseringer flyttes fra likvide til mindre likvide markeder, vil kvalitet på styringssystemer og utforming av insentiver, for eksempel knyttet til honorarer, derfor måtte tillegges større vekt.

- *Ansvarlige investeringer*: Integrering av såkalte ESG-hensyn i forvaltningen har dels sin bakgrunn i at det kan være markedssvikt som det er i fondets finansielle interesse å motvirke. God virksomhetsstyring for å bidra til at selskaper drives i tråd med eiernes langsiktige interesser, og innsats for å fremme velfungerende og velregulerte markeder, er eksempler på dette. Som langsiktig og bredt diversifisert investor vil også en bærekraftig økonomisk utvikling på lang sikt være avgjørende.
- *Tidskritiske beslutninger*: Den type endringer i fondets investeringsstrategi som legges fram for Stortinget er underlagt en beslutningsprosess som bidrar til å sikre en robust strategi. Samtidig er beslutningsprosessen tidkrevende og derfor mindre egnet for tidskritiske beslutninger. Når en legger til grunn at finansmarkedene gjennomgående er nokså effisiente, jf. omtale i boks 2.1, er det samtidig usikkert i hvilken grad et større innslag av tidskritiske beslutninger i fondets investeringsstrategi ville styrke de finansielle resultatene. Fondets størrelse setter også begrensninger for hvor raskt en kan gjennomføre store skift i fondets sammensetning uten at markedspåvirkning påfører fondet betydelige transaksjonskostnader. Endringer i fondets overordnede investeringsstrategi vil derfor ikke være basert på en forventning om at en på forhånd vil kunne identifisere tidspunkter der markeder eller markedssegmenter i ettertid framstår som «billige» eller «dyre».

Ønsket om å søke en konsensus om fondets investeringsstrategi vil på den ene side kunne redusere fondets avkastning. Det vil for eksempel være tilfelle dersom fondet systematisk er sent ute med å investere i nye markedssegmenter eller i markeder der det i ettertid viser seg at investorer kunne høste en premie ved å være tidlig ute med å investere.

På den annen side kan ønsket om konsensus også være en fordel fra et rent finansielt synspunkt, dersom det fører til at strategien baseres

på grunnleggende oppfatninger om markedet. Bred oppslutning om strategien bidrar til at en kan holde fast ved strategien i urolige tider, som er et viktig bidrag til å unngå den klassiske fellen om «å kjøpe på topp og selge på bunn».

Departementet har lagt opp til regelmessig rapportering til Stortinget, med hovedvekt på den årlige forvaltningsmeldingen til Stortinget om våren. Med årlige gjennomganger av strategien ønsker departementet å ivareta behovet for å vedlikeholde strategien. Samtidig skal strategivalgene fastsettes ut fra en forutsetning om at de skal ligge fast over lang tid. Hyppigere frekvens på gjennomgangen av investeringsstrategien er derfor ikke vurdert som hensiktsmessig.

2.2 Utnyttelse av fondets særpreg

2.2.1 Hovedtrekk

Det er foretatt mange viktige valg innen investeringsstrategien for Statens pensjonsfond de siste årene. Gjennom fastsettelsen av fondets aksjeandel er det etablert et nivå for risikotoleranse i fondets strategiske referanseportefølje som i hovedsak vil ligge fast de kommende årene. Statens pensjonsfond – Utland utgjør om lag 95 pst. av det samlede fondet, og andelen vil øke med tilflyten av framtidige petroleumsinntekter. Det vil derfor være naturlig at videreutviklingen av strategien i utenlandsdelen av fondet vil være mest omfattende.

Framover vil departementets arbeid med videreutvikling av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland ta utgangspunkt i hvordan en kan oppnå en forbedring av bytteforholdet mellom avkastning og risiko ved å spre investeringene ytterligere. I tillegg er det en målsetting å utnytte fondets særpreg bedre uten vesentlige endringer i det samlede risikonivået. Investeringsstrategien vil i tråd med dette videreutvikles gjennom flere og mindre beslutninger.

Noen av disse beslutningene vil være av mer teknisk og operasjonell karakter, slik som spørsmålet om videre innfasing av økt aksjeandel og utforming og etablering av styringssystemer for nye aktivaklasser, for eksempel fast eiendom. Andre beslutninger vil kunne innebære mindre justeringer i investeringsstrategien, men uten at dette endrer vesentlig på fondets samlede risikonivå eller at det kan forventes å komme i konflikt med fondets rolle som ansvarlig investor. Som omtalt i St.meld. nr. 16 (2007-2008) vil denne typen beslutninger ligge innenfor de overordnede rammer

som er forankret gjennom stortingsbehandling. Beslutninger om investeringsstrategien av større omfang, og som forventes å ha vesentlig betydning for fondets risiko, vil som før bli lagt fram for Stortinget før eventuelle endringer blir iverksatt.

Kildene til fondets avkastning og risiko har til nå knyttet seg primært til at en har høstet markedsavkastning med en referanseportefølje bestående av relativt likvide aksje- og obligasjonsmarkeder. Referanseporteføljen har gradvis blitt utvidet og diversifisert.

Det er naturlig at arbeidet med investeringsstrategien framover innrettes mot å videreutvikle strategien for best mulig å utnytte særtrekkene ved Statens pensjonsfond, jf. omtale ovenfor. Naturlige former for videreutvikling kan være ytterligere risikospredning (diversifisering) og investeringer som drar fordel av fondets størrelse, langsiktighet, og evne til å holde mindre omsettelige eiendeler. Det er særlig naturlig å vurdere endringer i strategien som kan gi en kompensasjon i form av noe høyere forventet avkastning i bytte mot redusert omsettelighet (likviditet). Disse sentrale temaene for videreutvikling av fondets strategi er nærmere omtalt i avsnittene 2.2.1-2.2.4 nedenfor.

Sammenlikninger av investeringene i Statens pensjonsfond – Utland med andre store fond internasjonalt viser at disse fondene ofte har en lavere andel nominelle obligasjoner og at deler av kapitalen er investert i alternative aktivaklasser som eiendom, unoterte aksjer mv. En videreutvikling av investeringsstrategien i tråd med det som er skissert ovenfor, vil kunne gi en fordeling på aktivaklasser som er mer lik sammensetningen av disse fondene.

En forutsetning for å videreutvikle strategien i tråd med dette, vil være behovet for betryggende styring også av andre typer risiko enn markedsrisiko, som for eksempel operasjonell risiko. Strategien må også utvikles under hensyntagen til fondets rolle som ansvarlig investor og det betydelige behovet for å bygge opp kompetanse som vil oppstå om en åpner for nye investeringsområder. Et annet krav vil være behovet for en oppfølging av den operative forvaltningen som bidrar til at interessene til forvalterne er sammenfallende med formålet med fondets overordnede investeringsstrategi.

2.2.2 Bedre risikospredning

Boks 2.2 viser blant annet hvordan økt risikospredning kan bedre forholdet mellom avkastning og risiko i en portefølje. For en langsiktig investor som Statens pensjonsfond er det effekten av risikospredning over lange investeringshorisonter som er av størst betydning. Anslagene for forventet avkastning, risiko og korrelasjoner i tabellene 2.2 og 2.3 i avsnitt 2.3.2 er da også tilpasset en lang horisont. Over kortere investeringshorisonter, som for eksempel ett år, kan andre anslag gjerne gjøres gjeldende, som typisk kan reflektere dagens markedsforhold. Det er for eksempel velkjent at korrelasjonene mellom avkastningene til ulike aktivaklasser varierer over tid, og under finansielle kriser vil slike korrelasjoner ofte øke vesentlig. Året 2008 er et eksempel på dette. Med unntak av statsobligasjoner, som ga svært god avkastning og dermed hadde gode risikospredningsegenskaper, falt de aller fleste aktivaklasser markert i verdi.

Med langsiktige (forventede) avkastningsegenskaper som utgangspunkt har Finansdepartementet utformet en investeringsstrategi som tar sikte på å diversifisere referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland. Dette har skjedd gradvis og etter omfattende utredninger.

Økningen av strategisk aksjeandel fra 40 pst. til 60 pst. forventes å gi en høyere realavkastning på porteføljen over tid, jf. St.meld. nr. 24 (2006-2007), samtidig som den årlige volatiliteten forventes å stige siden aksjeavkastningen svinger mer enn obligasjonsavkastningen. Forholdet mellom avkastning og risiko, målt ved den såkalt Sharpe-raten, forventes derimot å stige litt, jf. figur 2.2.

Utvidelsen av referanseporteføljen de siste årene til å omfatte nye aktivaklasser, som ikke-statsgaranterte obligasjoner, aksjer i små selskaper, aksjer i nye framvoksende markeder og eiendom, kan illustreres i en figur som 2.1 ved at kurven – den effisiente fronten – flyttes oppover. Bakgrunnen for dette er at avkastningen til aktivaklassene forventes å ikke variere i takt. Det er da mulig å fastsette et sett porteføljevækt som øker forventet avkastning uten at den forventede risikoen endres (alternativt at en reduserer forventet risiko uten at forventet avkastning endres). Ønsket om å ytterligere bedre dette bytteforholdet vil være utgangspunktet også framover for vurderinger av nye segmenter av aktivaklasser for fondet.

Boks 2.2 Diversifisering og mål på risiko

Bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko til en portefølje kan normalt forbedres ved å inkludere flere aktiva i porteføljen. Betingelsen for å oppnå et bedret bytteforhold er at avkastningen til de ulike aktiva ikke varierer helt i takt. Bytteforholdet kan imidlertid bare forbedres til et visst punkt, der porteføljen sies å være effisient eller optimalt diversifisert. En effisient portefølje kjennetegnes ved at forventet avkastning er høyest mulig for en gitt risiko (alternativt, at forventet risiko er lavest mulig for en gitt avkastning). Det finnes følgelig mange effisiente porteføljer, som sammen danner en såkalt effisient front.

For å belyse effekten av diversifisering kan en ta utgangspunkt i to aktivaklasser: aksjer og obligasjoner. En portefølje bestående utelukkende av obligasjoner vil ha en bestemt forventet avkastning og risiko. Dersom obligasjonsporteføljen er veldiversifisert, for eksempel gjennom en global obligasjonsindeks som dekker de viktigste obligasjonsmarkedene, kan denne porteføljen i seg selv være nær, eller på, den effisiente fronten for globale obligasjonsmarkeder.

Det samme gjelder for en globalt diversifisert portefølje av aksjer.

Selv om de individuelle obligasjons- og aksjeporteføljene kan være veldiversifiserte, kan imidlertid bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko forbedres ytterligere ved å konstruere en portefølje bestående av både obligasjoner og aksjer. Betingelsen er, som nevnt, at avkastningen til de to porteføljene ikke forventes å variere helt i takt.

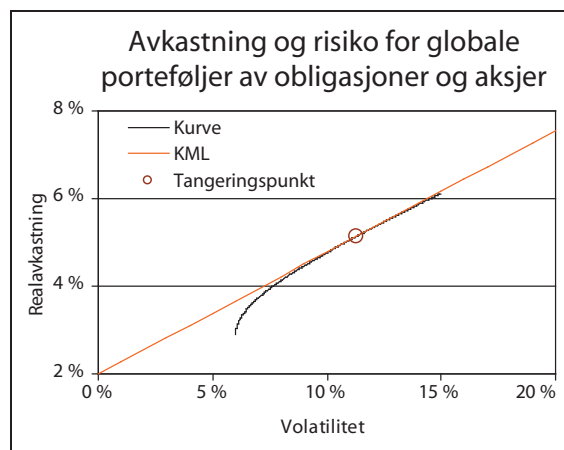
Et konkret eksempel kan være de globale obligasjons- og aksjeporteføljene til Statens pensjonsfond – Utland, hvor de strategiske vektene er 40 pst. obligasjoner og 60 pst. aksjer. Dette gir en mer veldiversifisert portefølje enn hva de to delporteføljene enkeltvis gir.

Basert på de langsiktige anslagene for forventet realavkastning, volatilitet og samvariasjon til disse to porteføljene som er gjengitt i avsnitt 2.3.2, kan man konstruere kurven som er vist i figur 2.1. Denne kurven viser mulighetsområdet for forventet realavkastning og volatilitet når de to porteføljene kombineres med ulike vekt

en global portefølje av aksjer og obligasjoner. Det faktum at kurven er konkav (krummer nedover) viser at diversifisering er fordelaktig, i den forstand at for et gitt nivå på forventet avkastning, er forventet volatilitet lavere enn et vektet gjennomsnitt av volatilitetene til obligasjoner og aksjer.

Dersom det eksisterer en risikofri investering, kan en unik optimal portefølje på kurven identifiseres som tangentpunktet mellom en rett linje fra risikofri rente på y-aksen (der forventet volatilitet er null) og kurven, jf. figur 2.1, hvor den rette linjen, eller kapitalmarkedslinjen (KML), strekker seg mellom den risikofrie realrenten på y-aksen og tangeringspunktet på kurven.

Denne unike porteføljen på kurven kan beregnes. Hvis en antar en risikofri realrente på 2 pst. og legger til grunn antagelsene i avsnitt 2.3.2, gir den analytiske formelen som resultat at det er optimalt å holde om lag 30 pst. obligasjoner og 70 pst. aksjer. Disse vektene ligger nær de strategiske vektene i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland (på hhv. 40 pst. og 60 pst.). En bør imidlertid ikke legge for stor vekt på dette, siden løsningen er avhengig av de antatte avkastningstallene i avsnitt 2.3.2, og siden en risikofri realrente i praksis ikke eksisterer for lange tidshorisonter.

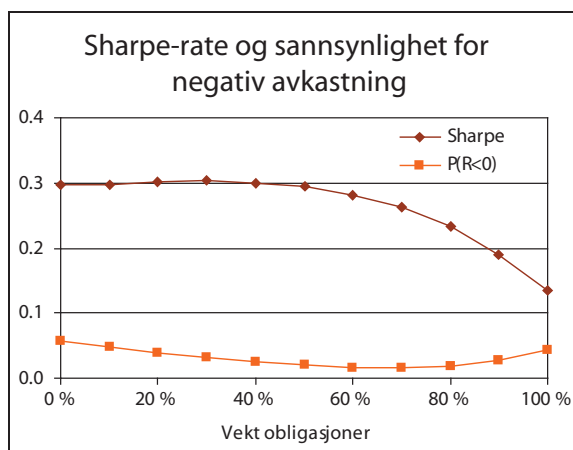


Figur 2.1 Forventet realavkastning og risiko for en aksje- og obligasjonsportefølje

Kilde: Finansdepartementet

Boks 2.2 (forts.)

Volatilitet, som er et mål på risiko, er standardavviket til avkastningen. Dersom en igjen legger til grunn en risikofri realrente på 2 pst. og antakelsene i avsnitt 2.3.2, kan en beregne den såkalte Sharpe-raten til porteføljen av obligasjoner og aksjer som funksjon av deres vekt i porteføljen. Sharpe-raten er forholdet mellom forventet realavkastning fratrukket risikofri realrente og forventet volatilitet. Sharpe-raten er dermed et mål på bytteforholdet mellom forventet realavkastning utover risikofri rente og volatilitet. Tangeringspunktet i figur 2.1 er et eksempel på en optimal portefølje som har den høyest oppnåelige Sharpe-raten (gitt de nevnte forutsetninger).



Figur 2.2 Sharpe-raten og sannsynligheten for negativ realavkastning som funksjon av andelen av obligasjoner i porteføljen

Kilde: Finansdepartementet

Figur 2.2 viser hvordan Sharpe-raten varierer med vektene i porteføljen (her gitt ved vekten til obligasjoner fra 0 til 100 pst.). Sharpe-raten er på sitt høyeste for en obligasjonsandel på om lag 30 pst., som representerer tangeringspunktet i figur 2.1. Denne porteføljen gir det beste bytteforholdet mellom forventet realavkastning og risiko.

Det finnes imidlertid også andre mål på risiko, blant annet risiko for negativ avkastning eller store tap over en bestemt tidsperiode. Figur 2.2 viser et eksempel på et slikt mål, definert som sannsynligheten for negativ realavkastning over en investeringshorisont på 15 år, vist ved $P(R < 0)$ i figuren. Det er verdt å merke seg at den porteføljen som er optimal ut fra kriteriet om høyest mulig Sharpe-rate (tangeringsporteføljen i figur 2.1 med rundt 30 pst. obligasjoner) *ikke* minimerer sannsynligheten for negativ realavkastning over 15-årsperioden. Porteføljen som minimerer sannsynligheten for negativ realavkastning i figur 2.2 har en obligasjonsandel på 60-80 pst.

Et annet mål på tapsrisiko, eller nedsiderisiko, er de laveste avkastningene som med en gitt sannsynlighet forventes å inntreffe over en gitt tidsperiode. Dette målet, som er et persentilmål, har likhetstrekk med Value-at-Risk målet som er mye benyttet i kontroll og styring av finansiell risiko.

Hvilket risikomål en investor vil legge mest vekt på, vil blant annet avhenge av investorens risikopreferanser og om den antatte avkastningsfordelingen er normalfordelt.

2.2.3 Flere risikopremier

Statens pensjonsfond – Utland er et bredt diversifisert fond. Dette er i tråd med den viktigste anbefalingen fra moderne porteføljeteori. Verdipapirspesifikk, eller ikke-systematisk, risiko ledes ikke av økt forventet avkastning, og det gir derfor liten mening for en global investor å bære denne typen risiko. Oppmerksomheten er derfor rettet mot å diversifisere bort ikke-systematisk risiko, som en ikke får betalt for, og i stedet høste premie forbundet med systematisk risiko.

Boks 2.3 gir en nærmere gjennomgang av noen kjente former for systematiske risikopremier investorer ofte søker eksponering mot. Den viktigste og mest kjente er den generelle aksje-

markedspremien, men det er også statistisk belegg for særskilte risikopremier i aksjemarkedet forbundet med små selskaper, verdiselskaper og såkalte momentum-effekter. Mange vil også peke på at det er en systematisk risikopremie forbundet med investeringer i framvoksende markeder, fast eiendom, samt en risikopremie forbundet med likviditetsvariasjoner. Nedenfor gis det en gjennomgang av hvordan en har vurdert noen av disse risikopremiene i forbindelse med forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Det vises i tillegg til Norges Banks rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008, hvor det gis en omtale av den aktive forvaltningens eksponering overfor slike risikofaktorer.

Aksjepremie: Fondets referanseportefølje har gjennomgått flere endringer i løpet av fondets historie, hvor den største og viktigste i nyere tid er beslutningen i 2007 om å gradvis heve aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. Den forventede avkastningen i aksjemarkedet er høyere enn i obligasjonsmarkedet fordi den systematiske risikoen til aksjer er høyere. Det er vanskelig å anslå størrelsen på denne aksjepremien, men departementets framskrivninger legger til grunn 2,5 prosentpoeng, jf. tabell 2.2.

Små selskaper: Små aksjeselskaper ble besluttet inkludert i fondets referanseportefølje i 2007. Begrunnelsen var at små aksjeselskaper utgjør et viktig segment i den såkalte verdensmarkedsporteføljen, som består av samtlige finansielle aktiva (aksjer, obligasjoner, eiendom, infrastruktur mv.). Ved å investere i små aksjeselskaper oppnås en ytterligere diversifiseringsgevinst. I tråd med omtalen i boks 2.3 om risikopremier, kan en også argumentere for at slike investeringer gir en risikopremie utover det som følger av den generelle markedseksponeringen. I perioden 1998–2008 var avkastningen av investeringer i små aksjeselskaper betydelig høyere enn for store selskaper.

Verdiselskaper: Typiske verdisekskaper finnes både blant store og små aksjeselskaper. Med inkluderingen av små aksjeselskaper i referanseporteføljen oppnådde en samtidig at porteføljen fikk samme eksponering mot verdisekskaper (og vekstselskaper) som den eksponeringen verdens aksjemarkeder har mot disse faktorene.

Framvoksende markeder: I 2008 ble det besluttet å utvide referanseporteføljen til å inkludere samtlige framvoksende aksjemarkeder i FTSEs aksjeindekser («advanced emerging markets and secondary emerging markets»). Denne utvidelsen førte til en ytterligere spredning i fondets investeringer og eksponering mot vekstpotensialet i framvoksende økonomier. Utviklingen i framvoksende aksjemarkeder er særlig følsom for realøkonomiske og finansielle globale og nasjonale kriser. For globale kriser vil det være et sammenfall i tid mellom svært lav avkastning i framvoksende aksjemarkeder og redusert konsumvekst i resten av verden. Det gjør investeringer i framvoksende aksjemarkeder systematisk risikable for investorer. I velfungerende markeder ville en vente at denne risikoen ble kompensert i form av en særskilt risikopremie på slike investeringer. Empiriske undersøkelser indikerer i tillegg at det er knyttet en likviditetsrisikopremie til investeringer i framvoksende aksjemarkeder. I perioder har avkastningen i framvoksende aksjemarkeder vært

betydelig høyere enn i utviklede markeder. I krisetider har det vært motsatt.

Eiendom: Eiendom utgjør en betydelig andel av verdensmarkedsporteføljen, og sammenliknbare fond har betydelige investeringer i denne aktivaklassen. I 2008 ble det besluttet å investere opptil 5 pst. av Statens pensjonsfond – Utland i fast eiendom. Det ble pekt på at slike investeringer vil kunne gi en bedre spredning av risikoen i fondet, og at eiendom som realaktiva vil gi bedre beskyttelse av realverdien av fondet på lang sikt. Videre ble det framhevet at fondet ville kunne oppnå høyere avkastning ved å være eksponert mot en prisets eiendomsfaktor og ved å høste en likviditetsrisikopremie.

Likviditet: Noe forenklet er likviditet et mål på hvor kostbart det er å omsette et verdipapir. Kilder til illikviditet er transaksjonskostnader (som meglerhonorar og kostnader knyttet til prosessering av ordrer) og markedspåvirkningskostnader. Dette innebærer at kjøpet eller salget i seg selv har betydning for prisen en må betale for verdipapirene. I tillegg kommer at likviditetskostnadene varierer over tid, og typisk stiger markert i perioder med markedsuro, som gir opphav til en risikopremie, jf. boks 2.3. Investorer som ikke har behov for å selge sine verdipapirer står bedre rustet til å høste likviditetsrisikopremier enn gjennomsnittsinvestoren. Beslutningene om å utvide referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland med små aksjeselskaper, framvoksende aksjemarkeder og fast eiendom er begrunnet blant annet med ønsket om å høste likviditetspremie.

Gjennomsnittsinvestoren i verdipapirmerkene må per definisjon holde markedsporteføljen. Det innebærer at gjennomsnittsinvestorens portefølje har samme andel aksjer som markedsporteføljen, samme andel fast eiendom og samme andel obligasjoner etc. Ved å investere i verdensmarkedsporteføljen oppnår en samme eksponering mot prisede risikofaktorer (aksjemarkedet, små aksjeselskaper, verdisekskaper, framvoksende økonomier, eiendom, likviditet mv.) som gjennomsnittsinvestoren.

En viktig problemstilling er om en er forskjellig fra gjennomsnittsinvestoren, for eksempel ved å ha en annen investeringshorisont eller risikotoleranse. Hvis svaret for eksempel er at en er mindre følsom for resesjoner, bør en vekte porteføljen mer mot resesjonsfaktorene enn gjennomsnittsinvestoren. Det kan bety at referanseporteføljen settes sammen slik at den inneholder en større andel små selskaper, en større andel verdisekskaper, en større andel i framvoksende markeder og er mer

eksponert mot likviditetsfaktoren enn markedsporteføljen.

For Statens pensjonsfond – Utland er spørsmålet om risikotoleransen er slik at økt eksponering mot prisede risikofaktorer gir en forventet meravkastning som mer enn kompenseres for kostnaden knyttet til økt framtidig variasjon i våre konsummuligheter. Fondet har fortsatt ikke en strategi med vesentlig eksponering mot fast eiendom, infrastruktur, ikke-børsnoterte aksjer og deler av obligasjonsmarkedet, og avviker følgelig fra gjennomsnittsinvestoren på disse punktene. Arbeidet med å bygge opp en eiendomsportefølje er i gang, men vil ta tid. På de andre områdene er de nevnte problemstillingene til vurdering, jf. omtale i avsnitt 2.5.

2.2.4 Om å utnytte fondets lange investeringshorisont

Arbeidet med investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland tar utgangspunkt i langsiktige analyser i tråd med fondets lange levetid. Investeringshorisonten har under visse forutsetninger stor betydning for investeringsstrategien, herunder toleransen for variasjoner i fondets verdi på kort og lang sikt.

Om en går tilbake til utviklingen av kapitalverdimodellen på 1960-tallet, var den klare anbefalingen at den optimale porteføljen har samme sammensetning for alle investorer, og er lik markedsporteføljen. Porteføljene til ulike investorer avviker fra hverandre bare når det gjelder hvor stor andel av totalformuen som plasseres/lånes til risikofri rente og hvor stor andel som plasseres i den risikable porteføljen. Investeringshorisonten hadde ingen betydning i denne modellen.

Den opprinnelige teorien bygde på tre antakelser som i praksis er problematiske:

- Forenklingen om at den enkelte investor kun er opptatt av porteføljens forventede avkastning og standardavviket til denne avkastningen. Dette er kun konsistent med en viss type risikotoleranse hos investorene og/eller en normalfordelt sannsynlighetsfordeling for avkastningen av verdipapirene.
- Betingelsen om at investoren ikke har andre inntekter enn inntektene fra verdipapirinvesteringene ser bort fra det faktum at de fleste investorer også har andre inntekter (som blant annet lønnsinntekt).
- Antakelsen om at investor kun tar stilling til en én-periodisk investeringsbeslutning innebæ-

rer at det ikke er noe skille mellom kort eller lang investeringshorisont.

Under videreutviklingen av kapitalverdimodellen på begynnelsen av 1970-tallet, gikk en eksplisitt over til å modellere flere perioder, for å fange opp at investorer kunne ønske å endre porteføljesammensetningen sin over tid i tråd med endrede omstendigheter og endrede investeringsmuligheter.

Når investeringsmulighetene ikke er konstante over tid, illustrert for eksempel ved variasjoner i realrenten, kan det være store forskjeller mellom det porteføljevalget en investor med kort investeringshorisont bør gjøre og det valget samme type investor med lengre investeringshorisont bør gjøre. Eksempelvis vil prisen på en inflasjonssikret obligasjon variere med endringer i realrenten og være risikabel for en investor med kort investeringshorisont, mens en slik investering vil gi en stabil realavkastning og dermed mer forutsigbare konsummuligheter for en investor med lang tidshorisont. På samme måte vil plasseringer i bankinnskudd representere risikable investeringer for investorer med lang investeringshorisont, fordi den renten investor kan reinvestere disse midlene til etter hvert som de kortsiktige instrumentene forfaller varierer over tid.

Empiriske studier gir et visst statistisk belegg for å hevde at høy avkastning i aksjemarkedet i en periode følges av lav avkastning i neste periode («mean reversion»), at den forventede risikopremien på aksjer varierer over tid, og at endringene til en viss grad kan predikeres ved hjelp av ulike signalvariabler. Disse effektene har tre implikasjoner for optimale porteføljevalg:

- For det første kan det argumenteres for at lengden på investeringshorisonten er relevant for porteføljevalget. Empiriske studier indikerer «mean reversion» i aksjemarkedet over periode-lengder på ett til fem år. Det betyr i såfall at aksjer er mindre risikable på lang enn på kort sikt. Risikoen for en investor med en 20-årig investeringshorisont er mindre enn 20 ganger den årlige risikoen (variansen). Det kan da vises at størrelsen på optimal aksjeandel er høyere for en investor med lang investeringshorisont enn for en investor med kort horisont alt annet like, men det er stor usikkerhet knyttet til hvor mye høyere denne andelen bør være.
- For det andre er det i prinsippet optimalt å «time» markedet ved å ha en større andel aksjer når forventet framtidig avkastning er høy og ha en mindre andel når forventet avkastning er lav. En slik strategi introduserer imidlertid sin

Boks 2.3 Risikopremier

Den risikoen man sitter igjen med i en veldiversifisert portefølje betegnes systematisk risiko, mens den diversifiserbare risikoen betegnes verdipapirspesifikk eller idiosynkratisk risiko. Den systematiske risikoen reflekterer økonomiens iboende usikkerhet. Investorer kan ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, «kredittskviser», manglende likviditet og markedskollaps m.v. En investor kan imidlertid la være å investere i (eller kun investere en mindre andel i) verdipapirer som for eksempel aksjer, som faller relativt mer i verdi i dårlige tider.

Siden de fleste investorer er risikoaverse og fordi systematisk risiko er uløselig knyttet til verdipapirinvesteringer, krever investorene en kompensasjon for denne risikoen i form av en høyere forventet avkastning. En viktig innsikt fra teorien er at avkastningskravet på en aksje eller en obligasjon er knyttet til det bidraget investeringen gir til porteføljens systematiske risiko og ikke til verdipapirets risiko isolert sett.

En sentral problemstilling er hvordan en måler det systematiske risikobidraget fra en verdipapirinvestering. I de første (toperiodiske) modellene som ble utviklet på midten av 1960-tallet, antok finanstereoretikere at den systematiske risikoen til et verdipapir følger av samvariasjonen mellom avkastningen på verdipapiret og avkastningen på markedsporteføljen, målt ved såkalt «beta». Verdipapirer med beta større enn én, er mer risikable enn markedet generelt og vil ha et tilsvarende høyere krav til forventet avkastning enn avkastningskravet til markedsporteføljen.

På 1970-tallet ble det utviklet en konsumbasert kapitalverdimodell, hvor det ble lagt til grunn at investorer ønsker stabilt konsum over tid og at de potensielle variasjonene i framtidig konsum på gitte tidspunkt også påfører investor en kostnad i form av usikkerhet om nivået på framtidig konsum. Verdipapirer som i gjennomsnitt har høy avkastning når framtidig konsum er lavt, er mer verdt enn verdipapirer som har lav avkastning når framtidig konsum er lavt. Det skyldes at verdipapirer der avkastningen er negativt korrelert med konsumveksten, bidrar til å redusere variasjonen (risikoen) i konsumet og derfor fungerer som en konsumsikring.

Den opprinnelige kapitalverdimodellen lar seg forholdsvis lett operasjonalisere. Definisjonen av systematisk risiko er entydig og rimelig enkel

å beregne. Denne modellen er også intuitiv. Den største svakheten er at den er utledet fra et sett lite realistiske forutsetninger, og det har vist seg at modellen ikke gir en spesielt god beskrivelse av virkeligheten. Det er dessverre ikke slik at ulike markedsbeta forklarer særlig mye av forskjellen i avkastning mellom for eksempel ulike typer aksjer. Konsumkapitalverdimodellen fra slutten av 1970-tallet har heller ikke vist seg å være en empirisk suksess.

Kapitalverdimodellen fanger blant annet ikke opp følgende forhold:

- Det har vist seg at små selskaper har hatt høyere gjennomsnittsavkastning enn store selskaper, og at dette ikke kan tilskrives forskjeller i selskapenes markedsbetaer.
- Kapitalverdimodellen forklarer heller ikke hvorfor selskaper med høy bokført egenkapital relativt til markedsverdien (verdiselskaper) har hatt høyere gjennomsnittsavkastning enn selskaper med lav bokført egenkapital relativt til aksjenes markedsverdi (vekstselskaper).
- Empiriske studier viser i tillegg at selskaper som har hatt høy avkastning siste 12 måneder har hatt en tendens til i gjennomsnitt også å ha høy avkastning den påfølgende 12-månedersperioden. Denne momentum-effekten kan heller ikke forklares med ulike markedsbetaeksponering.

De to første effektene (små selskaper og verdiefekten) er i litteraturen knyttet opp mot konsumkapitalverdimodellen. Intuisjonen er at små aksjeselskaper og verdiselskaper er selskaper som er mer utsatt i krisetider. I nedgangstider antas det at denne typen selskaper har lettere for å gå konkurs eller få store finansielle problemer enn andre selskaper. Avkastningen av slike selskaper vil dermed være spesielt dårlig under slike markedsførhold og vesentlig dårligere enn det som følger av selskapenes markedsbetaeksponering. Slike selskaper har følgelig spesielt dårlig avkastning i perioder der konsumet allerede er lavt (og grensenytten av konsum er høy). I stedet for å sikre stabilitet, bidrar de til å forsterke svingningene i konsumet. I tråd med tankegangen fra konsumkapitalverdimodeller vil den forventede avkastningen på slike aksjer være høyere enn for gjennomsnittsaktsjen. Mange teoretikere mener dette er en troverdig forklaring.

Boks 2.3 (forts.)

Det er ikke utviklet en tilsvarende historie som forklarer momentum-effekten. Noen atferdsteoretikere forklarer momentum-effekten med at investorene underreagerer på for eksempel gode selskapsnyheter.

Det er et visst belegg i empiriske studier for å hevde at det finnes en unik priset risikofaktor knyttet til direkte investeringer i fast eiendom, selv om datamaterialet vanskeliggjør slike studier. I de studiene som er gjort understrekes det at denne faktoren bidrar til å forklare avkastningen på eiendom utover det som følger av aksje- og obligasjonsfaktorer. Dessverre identifiserer ikke disse studiene denne faktoren nærmere. Den framstår derfor som en statistisk faktor, som det ikke er så lett å forklare intuitivt.

En annen viktig faktor er likviditet. Siden denne varierer over tid, innebærer det at det er usikkerhet knyttet til framtidige transaksjonskostnader. Likviditet påvirker også prisnivået, og likviditetsfluktuasjoner kan derfor også påvirke prisvolatiliteten. Begge disse forholdene innebærer at likviditetsvariasjoner utgjør en ekstra risiko som kommer i tillegg til den vanlige risikoen knyttet til fluktuasjoner i bedriftenes framtidige inntjening. Papirer som relativt sett er illikvide når avkastningen i markedet generelt sett er lav, er spesielt risikable for investorer fordi de bidrar til å forsterke variasjonen i konsument. Dette må kompenseres gjennom høyere forventet avkastning.

Empiriske undersøkelser gir støtte for at likviditetsrisiko prises og kan forklare deler av

forskjellen i gjennomsnittsavkastning mellom ulike investeringer. En undersøkelse på amerikanske aksjemarkedsdata antyder en risikopremie på 1,1 prosentpoeng per år, mens en undersøkelse av risikopremien i framvoksende aksjemarkeder anslår denne til hele 0,85 prosentpoeng per måned. Studier av amerikanske obligasjonsmarkedsdata anslår den årlige risikopremien til 0,5 prosentpoeng for obligasjoner med lang løpetid og høy kredittverdighet, og til 1,0 prosentpoeng for obligasjoner med dårlig kredittverdighet.

Direkte investeringer i eiendom er generelt sett vesentlig mindre likvide enn investeringer i aksjemarkedet. Direkte transaksjonskostnader er høyere og informasjonsasymmetri og søkekostnader er større. Det er stor usikkerhet knyttet til tidspunktet for salg, som kommer i tillegg til risiko knyttet til den prisen som oppnås. Undersøkelser viser at det er en klar sammenheng mellom illikviditet i eiendomsmarkedet og konjunktursyklus. Det kan argumenteres for at variasjonen i illikviditet er større for direkte eiendomsinvesteringer enn for børsnoterte aksjeinvesteringer. Empiriske studier av avkastningen i eiendomsmarkedet indikerer en risikopremie knyttet til likviditetsvariasjoner på 0,5 til 1,0 prosentpoeng. Det er knyttet flere metodiske problemer til måling av avkastning på direkte eiendomsinvesteringer slik at resultatene fra empiriske undersøkelser blir mindre robuste enn for aksjemarkedet.

egen form for usikkerhet. Investoren må kjøpe aksjer på bunn når ingen andre kjøper og selge på topp når ingen andre selger. Antall kjøps- og salgssignaler er få og opptrer med mange års mellomrom, og det er stor statistisk usikkerhet knyttet til lønnsomheten av en slik strategi. For investorer med kort investeringshorisont vil det ikke være relevant å «time» markedet.

- For det tredje bør forsiktige, langsiktige investorer øke gjennomsnittlig andel aksjer dersom realisert avkastning er negativt korrelert med forventet framtidig avkastning. Gitt «mean reversion» i aksjemarkedet vil aksjer ha innbygd en form for intertemporal konsumsikring. Etter flere år med lav avkastning og redu-

serte priser, kan en forvente økt framtidig avkastning. Disse egenskapene gir en beskyttelse mot reinvesteringsrisiko. For investorer med kort investeringshorisont er ikke denne sikringsegenskapen relevant.

En rekke institusjonelle investorer er underlagt regnskaps- og kapitaldekningsregler som kan bidra til å redusere den faktiske investeringshorisonten, til tross for at investeringene i utgangspunktet gjøres for å møte langsiktige forpliktelser. Investeringshorisonten til Statens pensjonsfond – Utland er derimot svært lang og sannsynligvis lengre enn gjennomsnittsinvestorens horisont. Dersom en legger til grunn at «mean reversion»

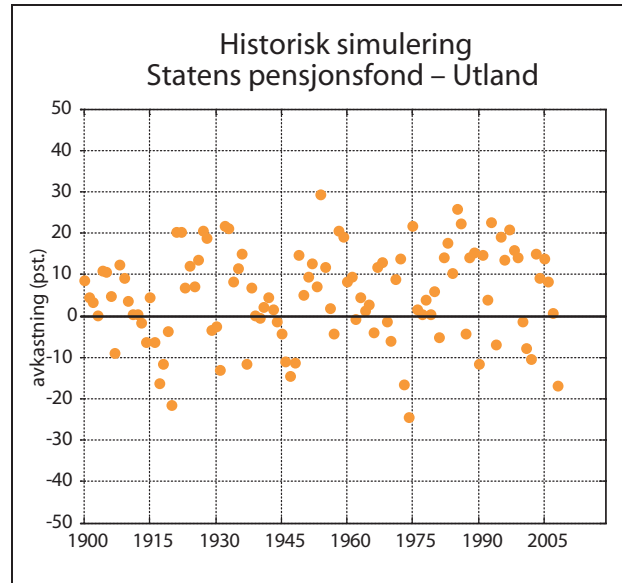
gjelder for avkastningen i aksjemarkedene, innebærer fondets lange investeringshorisont alt annet like at aksjeandelen i fondet bør være høyere enn for gjennomsnittsinvestoren. Økningen i fondets aksjeandel fra 40 pst. til 60 pst. er konsistent med de empiriske studiene som konkluderer med at aksjer er noe mindre risikable på lang enn på kort sikt, selv om beslutningen ikke var avhengig av en slik forutsetning.

Departementets vurderinger rundt fondets investeringsstrategi har ikke vært basert på en forventning om å «time» markedet strategisk, selv om det i rebalanserings- og overføringsregimet ligger en viss form for «timing». Dersom aksjemarkedet faller mye i verdi relativt til obligasjonsmarkedet, vil de månedlige overføringene til fondet nyttes til å kjøpe aksjer. Hvis faktisk aksjeandel faller under et visst nivå, er det i tillegg lagt opp til å selge fra obligasjonsporteføljen for å øke fondets aksjeandel mot den strategiske vekten på 60 pst. Begge tilfellene innebærer at en kjøper aksjer når prisen på aksjer er lav. Dette vil noen ganger falle sammen i tid med perioder der forventet avkastning i aksjemarkedet er tilsvarende høy. Rebalansering tilbake til de strategiske vektene er konsistent med forutsetningene i avsnitt 2.1 om at Statens pensjonsfond har evne til å opprettholde sin evne og vilje til å ta markedsrisiko etter perioder med svak markedsavkastning. Den viktigste begrunnelsen for rebalanseringsregimet er likevel å unngå at porteføljen avviker for mye fra den ønskede strategiske sammensetningen av aktivaklasser og regionfordeling, jf. nærmere omtale i avsnitt 2.5.

2.3 Avkastningsrisiko i Statens pensjonsfond

Risikoen knyttet til avkastningen av Statens pensjonsfonds investeringer kan beskrives på flere måter. I dette avsnittet er fondets risiko belyst både med utgangspunkt i historisk avkastning i aksje- og obligasjonsmarkedene og ved hjelp av en simuleringmodell som beskriver mulig framtidig utvikling i fondet.

Analysen av historisk avkastning i 2.3.1 betegnes *historisk simulering*. Formålet er å belyse hvilke svingninger i fondets avkastning en kan regne med innenfor en ettårshorisont. De *modellbaserte simuleringene* i avsnitt 2.3.2 tar utgangspunkt i anslag på forventet avkastning, volatilitet og korrelasjoner mellom ulike aktivaklasser over lange horisonter. I disse beregningene er det i hovedsak lagt vekt på realavkastning over tid. En tredje me-



Figur 2.3 Historisk simulering Statens pensjonsfond – Utland. Årlig realavkastning målt i fondets valutakurv. Prosent

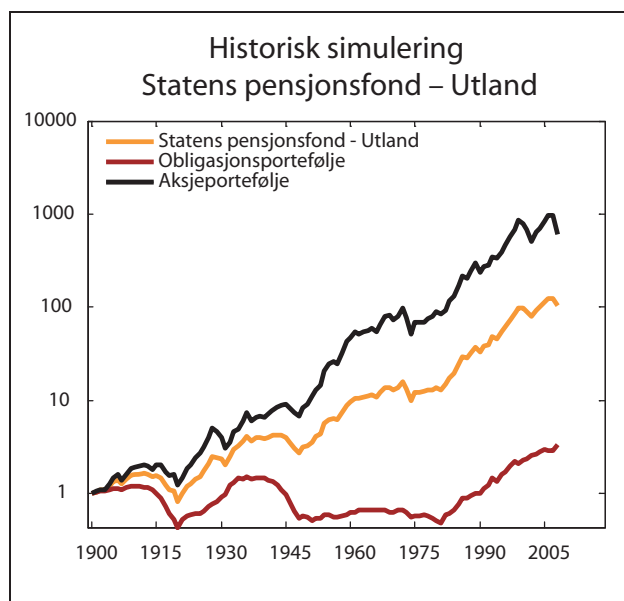
Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

tode, betegnet historisk scenariegenerering, ble beskrevet i boks 1.2 i St.meld. nr. 16 (2007-2008), hvor en med utgangspunkt i enkelte historiske kriser beregnet hva fondets avkastning ville vært.

2.3.1 Historiske simuleringer

En måte å beskrive risikoen i Statens pensjonsfond på er å ta utgangspunkt i avkastningen i aksje- og obligasjonsmarkedene i forrige århundre og beregne hvilken avkastning fondet ville hatt og hvor mye denne avkastningen ville variert med i denne perioden. De historiske simuleringene som det refereres til her er beregnet ut fra årlige realavkastningsrater for tidsperioden fra 1900 til 2008. Datasettet som ligger til grunn for beregningene er noe forskjellig fra det datasettet som nyttes til å beregne avkastningen på fondets referanseportefølje. Blant annet har en ikke avkastningsdata for mange av de framvoksende markedene, fordi disse ikke eksisterer for store deler av det forrige århundret. I tillegg er kun data for statsobligasjoner med lang løpetid tilgjengelig for perioden fra 1900, mens fondets referanseportefølje også inneholder kredittobligasjoner og obligasjoner med kort løpetid.

Den strategiske referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland er forutsatt å bestå av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner, fordelt på et stort antall land og valutaer. Figur 2.3 illustrerer



Figur 2.4 Historisk simulering Statens pensjonsfond – Utland. Realavkastning målt i fondets valutakurv. Indeks

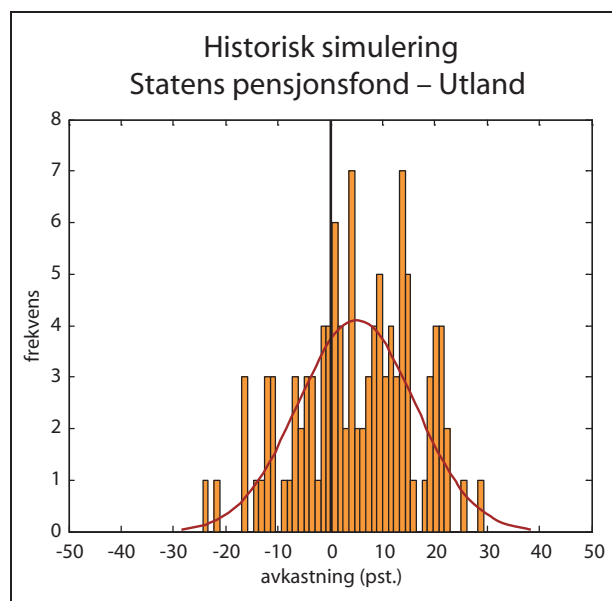
Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

hvilken årlig avkastning en slik portefølje ville hatt i perioden fra 1900 til 2008. Forrige århundre var preget av flere kriser, men sett under ett var utviklingen i finansmarkedene svært god. Avkastningen ville vært positiv i de fleste år og de høyeste avkastningsratene i de gode årene er høyere enn den negative avkastningen i de dårlige årene. Av figuren framgår det at den simulerte realavkastningen for 2008 er beregnet til om lag -20 pst., som er et av de dårligste simulerte utfallene for hele 109-årsperioden.

Den simulerte realavkastningen i aksjemarkedet er om lag minus 40 prosent i 2008. Dette året er for øvrig det dårligste året for aksjemarkedet i hele perioden.

I figur 2.4 vises historisk simulert indeksutvikling (logaritmisk skala) for henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljene og for fondet samlet. For hele perioden sett under ett har utviklingen i aksjemarkedene vært vesentlig bedre enn i obligasjonsmarkedene. For perioden fra 1998 og fram til utgangen av 2008, som samsvarer med fondets faktiske historie, har imidlertid avkastningen i obligasjonsmarkedet vært høyere enn i aksjemarkedet.

I tabell 2.1 vises simulert historisk gjennomsnittlig årlig avkastning og standardavviket til denne avkastningen for aksje- og obligasjonsporteføljene og fondet samlet. Det historiske simulerte stan-



Figur 2.5 Historisk simulering Statens pensjonsfond – Utland. Årlige realavkastningsrater målt i fondets valutakurv. Prosent og frekvens (antall år)

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

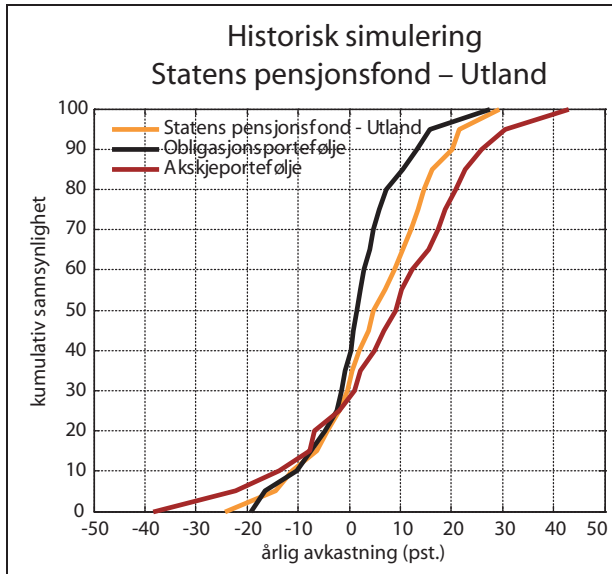
dardavviket for fondet er beregnet til i overkant av 11 pst. Ved utgangen av 2008 var markedsverdien til fondet om lag 2300 mrd. kroner. En endring i fondets verdi på ± 250 mrd. kroner i løpet av et år vil følgelig være konsistent med de historiske kurssvingningene i verdipapirmarkedene (dersom en ser bort fra valutakursendringer). Verdifallet for referanseporteføljen i simuleringsmodellen kan for 2008 anslås til omlag 550 mrd. kroner når en ser bort fra utviklingen i kronekursen. Dette er noe mer enn det dobbelte av det som ville utgjort verdiendringen i en normal periode, men det er likevel ikke et utfall som er helt uventet gitt den underliggende risikoen i verdipapirmarkedene.

Figur 2.5 viser de simulerte avkastningsratene plottet i et histogram, som i tillegg inneholder et plott for en normalfordeling med samme gjen-

Tabell 2.1 Historisk simulering Statens pensjonsfond – Utland. Gjennomsnittlig årlig aritmetisk realavkastning og risiko målt i fondets valutakurv. Prosent.

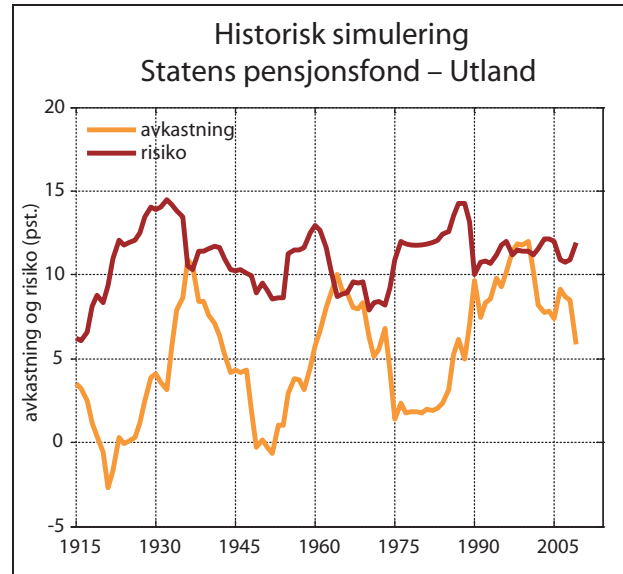
	Obligasjonsporteføljen	Aksjeporteføljen	Statens pensjonsfond – Utland
Avkastning	1,5	7,4	5,0
Standardavvik	8,9	15,6	11,1

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton



Figur 2.6 Historisk simulering Statens pensjonsfond – Utland. Kumulativ sannsynlighetsfordeling til de simulerte årlige avkastningsratene. Prosent og kumulativ sannsynlighet

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton



Figur 2.7 Historisk simulering Statens pensjonsfond – Utland. Gjennomsnittlig årlig avkastning og standardavvik (risiko) for overlappende 15-årsperioder. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

nomsnittlige avkastning og standardavvik som i de historiske simuleringene. Både figurbetragtning og testresultatene indikerer at den empiriske fordelingen er noe skjev mot venstre, men basert på standard statistiske tester kan en ikke forkaste hypotesen om at de årlige simulerte avkastningsratene for fondet er normalfordelt. Således kan det simulerte standardavviket på 11 prosent gi et tilfredsstillende bilde.

Figur 2.6 viser den empiriske kumulative sannsynlighetsfordelingen til de simulerte årlige avkastningsratene for aksje- og obligasjonsporteføljene og fondet samlet. Minimumsavkastningen til fondet er beregnet til om lag -25 prosent og maksimal årlig avkastning til rundt 30 pst. For aksjeporteføljene er spredningen betydelig større og for obligasjonsporteføljene vesentlig mindre. Fra figuren ser en videre at i 10 pst. av alle år har simulert avkastning for fondet vært lavere enn -11 pst. og i 30 pst. av årene har avkastningen vært negativ.

Investeringshorisonten til Statens pensjonsfond – Utland er svært lang. Figur 2.7 viser gjennomsnittlig årlig avkastning og risiko for overlappende perioder på 15 år. Ved utgangen av 2008 var gjennomsnittlig årlig simulert avkastning for siste 15-årsperiode på nær 6 pst. og standardavviket i underkant av 12 pst. Figuren viser at det er få 15-årsperioder der gjennomsnittlig årlig avkastning

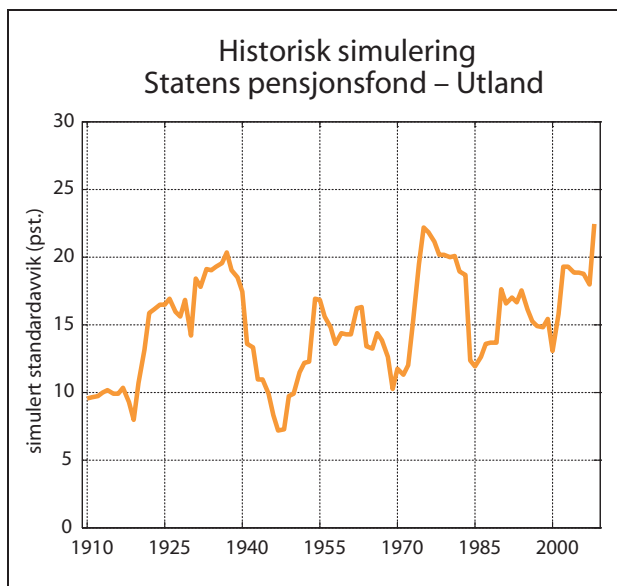
har vært negativ, og perioden etter andre verdenskrig har vært mer positiv enn perioden før. I et langsiktig perspektiv har avkastningen siste 15-årsperiode vært noe bedre enn gjennomsnittet, mens risikoen har vært omtrent som gjennomsnittet.

Figur 2.8 illustrerer at risikoen i aksjemarkedet varierer over tid. Mens gjennomsnittet siste 109 år er nær 15 pst., var det gjennomsnittlige årlige standardavviket siste 15 år over 20 pst. ved utgangen av 2008.

2.3.2 Markedsforventninger og simulering av Statens pensjonsfond – Utland

Finansdepartementets analyser av framtidig avkastning og risiko er basert på antakelser om avkastning og risiko i aksje- og obligasjonsmarkedene som ble gjennomgått i detalj i St.meld. nr. 16 (2007-2008). Nasjonale og regionale markeder er representert ved ett globalt marked for henholdsvis aksjer, obligasjoner og eiendom, målt i referanseporteføljens valutakurv. Videre er det ikke korrigert for eventuelle ubalanser i markedsprisene, slik at det en rapporterer er langsiktige forventninger.

Tabellene 2.2 og 2.3 oppsummerer antakelsene om forventet langsiktig realavkastning (etter fradrag for forvaltningskostnader) og risiko, samt



Figur 2.8 Historisk simulering Statens pensjonsfond – Utlands aksjeportefølje. Årlig standardavvik for overlappende 15-årsperioder. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

korrelasjoner mellom aksjer, obligasjoner og eiendom. Anslaget på risiko i obligasjoner er vesentlig lavere enn anslaget basert på de historiske simuleringene i tabell 2.1. Det skyldes at fondets rentereferanse har vesentlig kortere løpetid enn hva som ligger til grunn for de historiske simuleringene. Det understrekes at det er knyttet betydelig usikkerhet til punktanslagene. Punktanslag representerer i realiteten midtpunkt i konfidensintervaller eller i en bestemt sannsynlighetsfordeling. I modellsimuleringene av forventet realavkastning og risiko i fondet tas det i noen grad hensyn til denne estimatusikkerheten.

Med bakgrunn i disse antakelsene er egenskapene til referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland analysert ved hjelp av en stokastisk

Tabell 2.2 Punktanslag for forventet langsiktig realavkastning og forventet risiko for globale obligasjoner, eiendom og aksjer (geometrisk).¹ Prosent

	Obligasjoner	Eiendom	Aksjer
Avkastning	2,7	3,5	5,0
Standardavvik	6,0	12,0	15,0

¹ Globale obligasjoner inkluderer kredittobligasjoner med andel omtrent som i obligasjonsporteføljen til Statens pensjonsfond - Utland. Forventet realavkastning for statsobligasjoner er 2,5 pst.

Kilde: Finansdepartementet

Tabell 2.3 Punktanslag for forventede langsiktige korrelasjoner mellom realavkastning av globale obligasjoner, eiendom og aksjer.¹

	Obligasjoner	Eiendom	Aksjer
Obligasjoner	1	0,3	0,4
Eiendom		1	0,6
Aksjer			1

¹ Globale obligasjoner inkluderer kredittobligasjoner med andel omtrent som i obligasjonsporteføljen til Statens pensjonsfond - Utland.

Kilde: Finansdepartementet

simuleringsmodell (se avsnitt 3.3 i St.meld. nr. 16 for 2007-2008 for en nærmere omtale av forutsetningene bak modellsimuleringene). Tabell 2.4 viser forventet realavkastningsrate (geometrisk) og risiko for referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland over en 15-årsperiode med 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. Resultatene av simuleringene viser at det forventes en gjennomsnittlig årlig realavkastning av fondet på 4,2 pst. geometrisk (6,3 pst. nominelt). En forventet volatilitet på 9,2 pst. innebærer at svingningene rundt den forventede avkastningen vil ligge innenfor et område fra -9,2 pst. til +9,2 pst. med 68 pst. sannsynlighet (dvs. forventningsmessig i to av tre år).

Som vist i avsnitt 2.3.1 vil volatiliteten i finansmarkedene variere over tid. Norges Bank har i sin rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008 estimert risikoen i den faktiske porteføljen til 22,2 pst. gitt den uvanlig høye volatiliteten på det tidspunktet (jf. note 9 i regnskapsrapporteringen). Dette er et uttrykk for at nominell avkastning i norske kroner i to av tre år forventes å variere innenfor et område fra +22,2 pst. til -22,2 pst. basert på den faktiske porteføljen og markedsforholdene på dette tidspunktet. Tilsvarende estimat ved utgangen av 2007 var 8,6 pst.

2.4 Gjennomføring av vedtatte endringer

2.4.1 Investeringer i fast eiendom

I St.meld. nr. 16 (2007-2008) la departementet opp til at inntil 5 pst. av kapitalen i Statens pensjonsfond – Utland skal investeres i eiendom, og at eiendomsinvesteringene skal motsvares av en tilsvarende reduksjon av andelen obligasjoner. En samlet finanskomité støttet i Innst. S. nr. 283

Tabell 2.4 Forventet langsiktig realavkastning og risiko av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland.¹

Portefølje (pst. aksjer / obligasjoner)	Gjennomsnittlig årlig real- avkastning (geometrisk) over 15-års perioder (pst.)	Standardavvik av årlig real- avkastning (pst.)	Standardavvik av gjennom- snittlig real- avkastning over 15 år (pst.)	Sannsynlighet for negativ akkumulert realavkastning etter 15 år (pst.)	Sannsynlighet for årlig (geometrisk) realavkastning < 4 (pst.)	Sharpe- rate ²
60 / 40	4,2	9,2	2,4	3,7	46,8	0,29

¹ Det legges til grunn en sammensetning av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner over en vilkårlig 15-års periode.

² Sharpe-raten er beregnet som forholdet mellom forventet aritmetisk realavkastning (ikke vist i tabellen) ut over risikofri realrente (anslått til 2 pst.), og volatilitet (målt ved standardavviket til årlig realavkastning).

Kilde: Finansdepartementet

(2007-2008) planene om å investere deler av fondet i en egen portefølje for fast eiendom.

I Nasjonalbudsjettet 2009 orienterte departementet om at en arbeidet videre med å utarbeide retningslinjer for eiendomsinvesteringene. Hoveddelen av investeringene ventes å skje gjennom unoterte instrumenter. Dette skaper utfordringer blant annet knyttet til måling og evaluering av avkastning og risiko, og det er derfor behov for å etablere egne avkastningskrav, risikorammer og rapporteringskrav som ivaretar departementets målsetting med eiendomsinvesteringene.

I arbeidet med å utarbeide retningslinjer for eiendomsinvesteringer har departementet mottatt råd fra selskapet Partners Group. Rådene fra Partners Group har tatt utgangspunkt i hva som er beste praksis for tilsvarende porteføljer internasjonalt. Blant annet med bakgrunn i disse rådene tar departementet sikte på å ferdigstille nye retningslinjer i løpet av 2009. Arbeidet er krevende, spesielt når det gjelder valg av sentrale mål knyttet til avkastning og risikospredning og fastsettelse av retningslinjer for innfasing.

Det globale eiendomsmarkedet har i 2008 opplevd svak avkastning og en betydelig reduksjon i omsetningen. Departementet tar ikke sikte på å fastsette et bestemt investeringsomfang over de kommende årene, men legger opp til at innfasingen må tilpasses markedsforhold og kapasitetsbegrensninger. De første årene vil investeringene antakelig være konsentrert om noen områder, mens en over tid vil kunne oppnå en mer diversifisert global eiendomsportefølje. Departementet legger fortsatt til grunn at det vil ta mange år før eiendomsporteføljen utgjør så mye som 5 pst. av fondet.

Regelverket for eiendomsinvesteringene vil inngå i en ny samlet forskrift om forvaltningen av

Statens pensjonsfond – Utland, se nærmere omtale i kapittel 6.

2.4.2 Aksjeandelen

Arbeidet som har pågått siden sommeren 2007 med å heve aksjeandelen i Statens pensjonsfond – Utland fra 40 pst. til 60 pst. fortsetter.

I St.meld. nr. 24 (2006-2007) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006 ble det redegjort for virkninger på forventet avkastning og risiko av økt aksjeandel både på kort og lang sikt. Analyse tok utgangspunkt i et omfattende historisk tallmateriale, samt simuleringer av framtidig avkastning og risiko basert på gitte forventninger til framtidig aksjepremie og risiko i aksje- og obligasjonsmarkedene. I simuleringene ble det lagt til grunn en vesentlig lavere aksjepremie enn den historisk observerte premien. Departementet konkluderte med at en økning i aksjeandelen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland fra 40 pst. til 60 pst. representerte en god avveining mellom forventet avkastning og risiko på lang sikt for investeringene i fondet.

I Innst. S. nr. 228 (2006-2007) tok finanskomitéens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, dette til etterretning, og sluttet seg til Regjeringens vurdering av å øke aksjeandelen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland til 60 pst.

Om gjennomføringen av denne endringen skrev departementet i St.meld. nr. 24 (2006-2007), at konsekvensene av økt aksjeandel i hovedsak var basert på hvordan det vil kunne påvirke porteføljens avkastning og risiko på lang sikt. Det ble samtidig pekt på at det var en betydelig usikkerhet knyttet til markedets utvikling på kort sikt. Risikoen knyttet til å øke aksjeandelen

på et tidspunkt som i ettertid kunne framstå som mer eller mindre gunstig ble redusert gjennom å spre økningen i aksjeandel utover i tid. Hensynerne som ligger bak den valgte opptrappingsplanen er noe nærmere beskrevet i St.meld. nr. 16 (2007-2008).

En svakere avkastning av aksjeinvesteringer sammenliknet med obligasjonsinvesteringer og rekordstore petroleumsinntekter har bidratt til store aksjekjøp gjennom 2008, jf. figur 2.9. Av de aksjene fondet nå eier, er 40 pst. kjøpt i 2008. Disse aksjekjøpene har i gjennomsnitt skjedd til betydelig lavere kurser enn da aksjeandelen ble vedtatt økt sommeren 2007. Den gradvise økningen i aksjeandelen samtidig som markedsværdien av verdens aksjemarkeder har falt betydelig, innebærer en sterk økning i fondets gjennomsnittlige eierandel. På ett år er denne andelen økt fra rundt ½ pst. til rundt ¾ pst., jf. figur 2.10. Det betyr at fondet gjennom 2008 har sikret seg rett til andeler av alle framtidige overskudd fra ytterligere ¼ pst. av verdens børsnoterte selskaper.

Det betydelige kursfallet i verdens aksjemarkeder mot slutten av 2008 bidro til at aksjeandelen ved utgangen av 2008 var 50 pst., mot 53 pst. ved utgangen av september 2008. Opptrappingen av fondets aksjeandel vil fortsette i 2009 etter samme prinsipper som tidligere. Fondets eierandeler i verdens børsnoterte selskaper vil dermed antagelig øke ytterligere.

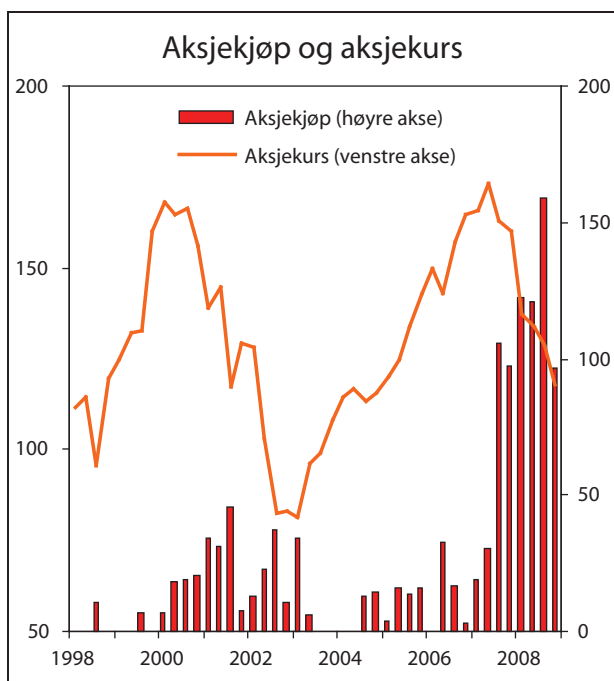
2.4.3 Framvoksende aksjemarkeder

Eksponeringen i referanseporteføljen mot framvoksende aksjemarkeder har inntil nylig vært begrenset til et forholdsvis lite antall land (Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan og Sør-Afrika). I St.meld. nr. 16 (2007-2008) ble det gjort en ny vurdering av hvilke framvoksende aksjemarkeder som bør inngå i fondets referanseportefølje og hvilke prinsipper som bør ligge til grunn for utvelgelse av disse markedene.

En samlet finanskomité støttet i Innst. S. nr. 283 (2007-2008) den planlagte utvidelsen av fondets referanseportefølje med nye, framvoksende markeder. Etter Stortingets behandling av innstillingen vedtok departementet å endre referanseporteføljen.

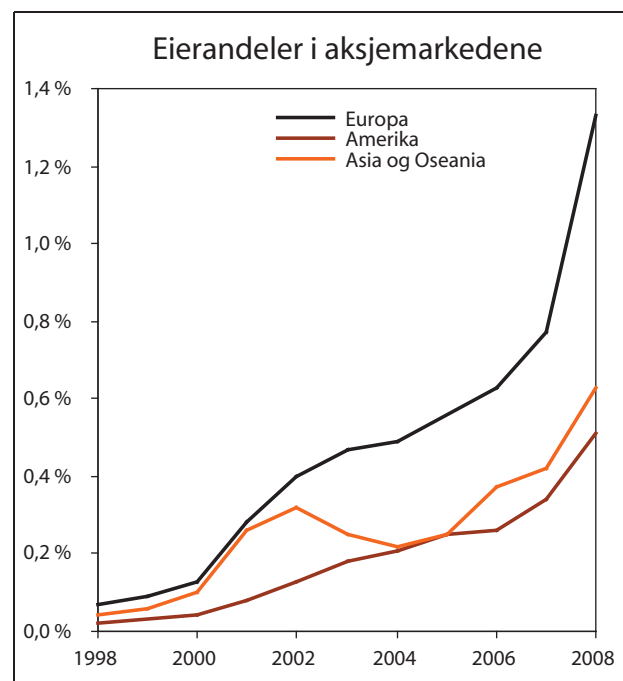
Som omtalt i Nasjonalbudsjettet 2009 la departementet i samråd med Norges Bank opp til en gradvis innfasing av de nye markedene for å begrense transaksjonskostnadene, siden en skulle kjøpe aksjer i markeder der likviditeten er dårligere enn i de utviklede markedene fondet allerede var investert i. Samtidig ønsket en å oppnå den nye eksponeringen mot de nye markedene innenfor en rimelig tidsperiode. I Norges Banks rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008 skriver banken:

«NBIM vurderer på et selvstendig grunnlag hvor godt landet er egnet for våre investeringer,



Figur 2.9 Aksjekurs og aksjekjøp. Indeks og mrd. kroner

Kilde: Norges Bank



Figur 2.10 Eierandeler i aksjemarkedene. Prosent

Kilde: Norges Bank

med tanke på at landet må ha markeder som er åpne for utlendinger, landet må ha en lovgivning som beskytter investorenes rettigheter, og landet må tilfredsstillende visse minstekrav til oppgjørssystemer. Derfor investerer ikke NBIM i alle landene i referanseporteføljen. Inkludering av 19 fremvoksende aksjemarkeder medførte at referanseporteføljen for aksjer ble utvidet med i underkant av 1 000 selskaper. Utvidelsen ble gjennomført i perioden september–november 2008.»

Etter at denne endringen er implementert, består referanseporteføljen av aksjemarkedene i 46 land, hvorav land klassifisert som framvoksende markeder utgjør om lag 10 pst. av samlet markedsverdi.

2.4.4 Små, børsnoterte aksjeselskaper

I St.meld. nr. 24 (2006-2007) la departementet opp til å inkludere små selskaper i fondets referanseportefølje. Den opprinnelige aksjereferansen bestående av store og mellomstore selskaper dekket om lag 85 pst. av den samlede verdien av aksjemarkedene i verdensindeksen til indeksleverandøren FTSE. Ved å inkludere små selskaper ville denne andelen øke til om lag 95 pst. På denne måten vil aksjereferansen i større grad være representativ for den investerbare delen av aksjemarkedet. Sammen med inkluderingen av framvoksende markeder, som er omtalt i avsnitt 2.4.3, oppnås tilnærmet full dekning. På denne måten spres fondets risiko ytterligere, og det er rimelig å legge til grunn at bytteforholdet mellom avkastning og risiko bedres.

Etter Stortingets behandling av St.meld. nr. 16 (2007-2008) besluttet Finansdepartementet, i samarbeid med Norges Bank, å gjennomføre en gradvis overgang til en ny referanseportefølje hvor små, børsnoterte aksjeselskaper var inkludert. Tilpasningen ble gjennomført i løpet av perioden fra oktober 2007 til utgangen av første kvartal 2008. Ved utløpet av innfasingperioden hadde banken investert om lag 120 mrd. kroner spredt over mer enn 4 500 selskaper. De små aksjeselskapene utgjør rundt 12 pst. av markedsverdien til den nye referanseindeksen, som består av knapt 7 700 aksjeselskaper. Norges Bank anslår de samlede transaksjonskostnadene knyttet til innfasingen av små selskaper i porteføljen til 1,1 mrd. kroner, eller 0,95 pst. av transaksjonsverdien. I Norges Banks rapport for 2. kvartal 2008 om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland er det en mer detaljert gjennomgang av tilpasningen til ny aksjereferanse.

2.5 Pågående arbeid med å videreutvikle strategien

Som omtalt i avsnitt 2.2.1, vil departementets arbeid med videreutvikling av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland ta utgangspunkt i hvordan en kan oppnå en forbedring av bytteforholdet mellom avkastning og risiko. Det er et mål å utnytte fondets særpreg bedre. Naturlige former for videreutvikling kan være ytterligere risikospredning (diversifisering) og investeringer som drar fordel av fondets størrelse, langsiktighet og evne til å holde mindre omsettelige eiendeler. Det er særlig aktuelt å vurdere endringer i strategien som kan gi en kompensasjon i form av noe høyere forventet avkastning i bytte mot redusert omsettelighet (likviditet). I avsnittene 2.5.1-2.5.3 gis en nærmere omtale av dette arbeidet. Deretter følger en omtale av rebalansering og oljeprisrisiko.

2.5.1 Investeringsområder knyttet til ESG-hensyn

Departementet opplyste i St.meld. nr. 16 (2007-2008) at en ville vurdere finansielle og etiske virkninger av såkalt positiv utvelgelse som virkemiddel ved å øremerke en mindre andel av midlene i Statens pensjonsfond – Utland til investeringer i miljøteknologi eller utviklingsland. I forbindelse med evalueringen av de etiske retningslinjene for fondet ble det utarbeidet et høringsnotat der spørsmålet om øremerking ble reist. Det het i høringsnotatet:

«Departementet vil se nærmere på muligheter for å skille ut en liten del av fondet til øremerkede investeringsformål innenfor for eksempel miljøteknologi eller i utviklingsland».

Flere av de høringsinstansene som har gitt merknader til dette mener at forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i større grad bør vektlegge hensynet til miljø, sosiale forhold og god virksomhetsstyring (ESG-hensyn). Det er imidlertid også høringsinstanser som peker på motforestillinger og særskilte utfordringer ved å gå i en slik retning.

Flere store institusjonelle investorer har i større grad enn Statens pensjonsfond – Utland integrert ESG-hensyn i sine investeringsbeslutninger. Omfanget av øremerkede investeringer er likevel beskjedent. I en rapport fra analysebyrået Inno-vest (som er et vedlegg til høringsuttalelsen fra WWF) sies det for eksempel at mindre enn 0,1

pst. av kapitalen til underskriverne av CDP (Carbon Disclosure Project) er styrt av en investeringsstrategi som eksplisitt og systematisk legger vekt på klimautfordringene.

Etter departementets oppfatning trekker den lange investeringshorisonten og det brede eierskapet i retning av at fondet må ha et bredere perspektiv på konsekvensene av positive eller negative ringvirkninger enn det investorer og selskapsledelse med kortere investeringshorisont og porteføljer med mindre risikospredning vil ha.

Samtidig taler særtrekkene ved fondet for å øke investeringene i unoterte markeder, slik som fast eiendom, infrastruktur og unoterte aksjer.

Med bakgrunn i fondets særtrekk og innspillene fra høringen om de etiske retningslinjene, legger departementet opp til at det etableres et nytt investeringsprogram i fondet som skal rettes mot miljørelaterte investeringsmuligheter. For miljøprogrammet framstår delmarkeder innen infrastruktur og unoterte aksjer, såkalte miljøvennlige obligasjoner og muligheten til å investere deler av den noterte aksjeporteføljen basert på en miljøindeks, som mest aktuelle. Investeringene skal rettes mot miljøvennlige eiendeler eller teknologi, som kan forventes å gi en klar miljøgevinst, slik som klimavennlig energieffektivisering, karbonfangst og lagring, vanntechnologi og håndtering av avfall og forurensning. Det legges opp til at eventuelle infrastrukturinvesteringer særlig rettes mot klimavennlig energi. I de unoterte markedene vil eventuelle investeringer foretas gjennom fond, og det vil kunne være utfordrende å finne fond som utelukkende er orientert mot miljøprosjekter. I slike tilfeller må det settes en minsteramme for miljøeksponering i fondene.

En vil samtidig arbeide videre med å vurdere om man på en hensiktsmessig måte også kan etablere et investeringsprogram som skal rettes mot investeringsmuligheter innenfor bærekraftig vekst i framvoksende markeder. En vil da blant annet vurdere investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur i framvoksende markeder.

Nærmere om miljøprogrammet

Miljøprogrammet skal rettes mot miljøvennlige aktiva eller teknologi som forventes å gi en klar miljøgevinst. De miljøvennlige investeringene som forventes å ha størst omfang i årene som kommer, er investeringer knyttet til reduksjon av klimagassutslipp. I følge FN's klimapanel, kreves det betydelige og raske utslippsreduksjoner dersom en skal klare å stabilisere konsentrasjonen av

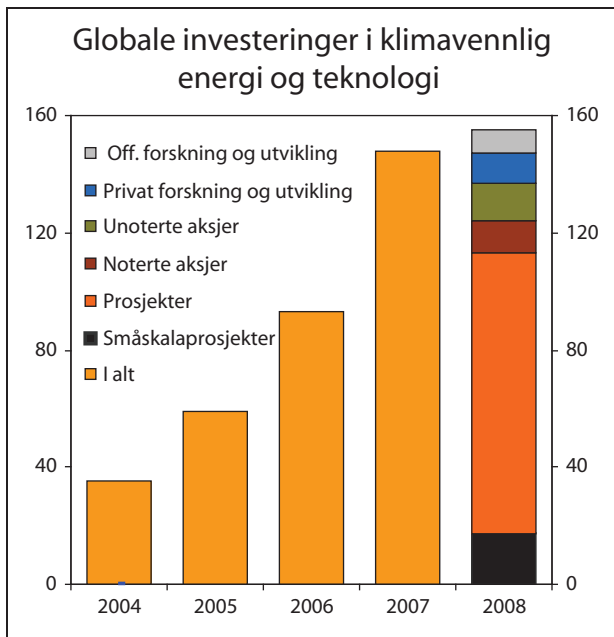
klimagasser i atmosfæren på nivåer som ikke medfører stor fare for omfattende globale miljøproblemer.

Energi står for mer enn 60 pst. av de årlige CO₂-utslippene til atmosfæren. Utslippsreduksjonene vil kreve en fullstendig restrukturering av verdens energibruk og energiforsyning. Det er stor usikkerhet knyttet til størrelsen på investeringene som kreves for å få til en nødvendig omlegging. Stern-rapporten anslår kostnadene til 1 pst. av verdens BNP dersom en skal stabilisere konsentrasjonen av klimagasser i atmosfæren til 550 ppm CO₂-ekvivalenter i 2050. Det internasjonale energibyrået IEA anslår i den årlige energiprognozen «World Energy Outlook 2008» at om lag 550 mrd. USD må investeres årlig i fornybar energi og energieffektivisering fram til 2030 dersom en skal stabilisere konsentrasjonen av klimagasser i atmosfæren til 450 ppm CO₂-ekvivalenter.

Investeringene i klimavennlig energi og teknologi er i sterk vekst. Som det framgår av figur 2.11, økte investeringer i klimavennlig energi og teknologi som bidrar til energieffektivisering, fratrukket investeringer i atomkraftverk og store vannkraftverk, fra USD 33 mrd. i 2004 til USD 148 mrd. i 2007. Disse investeringene står nå for om lag 10 pst. av samlede globale energiinvesteringer.

Figur 2.11 viser videre at hoveddelen av investeringene er prosjektfinansiering av klimavennlig energi og teknologi og småskala-prosjekter. Disse prosjektene er hovedsakelig infrastrukturprosjekter som delvis er finansiert av egenkapital og delvis er lånefinansiert. De nest største investeringene foretas av noterte aksjeselskaper, som i 2008 investerte USD 10 mrd. i forskning og utvikling og USD 11 mrd. direkte i klimavennlig energi og teknologi. Unoterte aksjeinvesteringer gjennom fond utgjorde i 2008 om lag USD 13 mrd.

Fornybar energi har de siste årene blitt stadig billigere å produsere og dermed blitt mer konkurransedyktig i forhold til ikke-fornybar energi. En global pris på karbonutslipp bør kunne gjøre fornybar energi konkurransedyktig. Fram til det eventuelt skjer, avhenger lønnsomheten i investeringer i fornybar energi av om myndigheter gjennom andre systemer, som reguleringer eller direkte økonomisk støtte, gir fornybar energi fordele andre energiformer ikke har. I de fleste velutviklede markedene eksisterer det ulike former for subsidier. Når lønnsomheten er avhengig av offentlig støtteordninger og ikke bare vanlige markeds mekanismer, er slike investeringer mye mer utsatt enn andre investeringer for endringer i politiske prioriteringer. Et eksempel er subsidierin-



Figur 2.11 Globale investeringer i klimavennlig energi og teknologi, 2004-2008, mrd. USD.

Kilde: New Energy Finance

gen av biobrensel og annen bioenergi i USA og EU, som er blitt kritisert for ikke å være bærekraftig. Kritikken er både rettet mot at dyrking av bioenergi på landarealer som ellers ville vært brukt til matproduksjon ikke er blant de beste tiltakene for å redusere klimagassutslippene, og at subsidiene bidrar til å øke globale matvarepriser og dermed rammer fattige deler av befolkningen. Der-som slike subsidier plutselig faller bort, kan investorer med investeringer i teknologi- eller infrastruktur med store utviklings- og produksjonskostnader og lang tilbakebetalingshorisont bli påført store tap.

I tillegg til subsidiene vil lønnsomheten av investeringer i klimavennlig energi og teknologi avhenge av utviklingen i prisene på ikke-fornybar energi. Noterte indekser som består av selskaper som bare driver med klimavennlig energi og teknologi, som for eksempel Wilderhill New Energy Global Innovation Index (NEX), har vært høyt korrelert med oljeprisen. Dette skyldes at verdien av alternativ, klimavennlig energi blir høyere når verdien av fossile brenslere blir høyere. NEX falt med 70 pst. i 2008 målt i USD, mens prisen på nordsjøolje falt med 58 pst. målt i USD. Til sammenlikning har aksjemarkedet som helhet falt 39 pst., målt ved FTSE All World i USD. I tillegg til det generelle fallet i aksjemarkedet og fallet i energiprisene gjennom 2008, har selskaper innen klimavennlig ener-

gi og teknologi blitt spesielt rammet av at investorer nå synes å kreve større risikopremie for investeringer i selskaper som har høye kapitalinvesteringer og er utsatt for teknologirisiko.

Andre store fond som det er naturlig å sammenlikne Statens pensjonsfond – Utland med har gjort miljøvennlige investeringer innen en rekke aktivaklasser, som miljøvennlige obligasjoner, noterte aksjer, unoterte aksjer og infrastruktur.

Den største sammenliknbare allokeringen innen noterte aksjer er gjort av USAs største pensjonsfond, CalPERS, hvor styret har øremerket 500 mill. USD til positiv utvelgelse basert på miljøkriterier. CalPERS har gitt aktive forvaltningsmandat til fire eksterne forvaltere. Flere andre fond har mindre ESG-mandater som forvaltes passivt eller aktivt. Det nederlandske pensjonsfondet PGGM, som har gitt ett aktivt mandat til en ekstern forvalter og i tillegg forvalter en del av porteføljen internt etter indeksen FTSE4Good, er et eksempel på dette.

De fleste andre fond framhever spesielt unoterte aksjeinvesteringer i miljøvennlig energi og teknologi. CalPERS' styre har for eksempel øremerket 600 mill. USD til unoterte investeringer i miljøvennlig teknologi. De to største pensjonsfondene i Europa, de nederlandske fondene ABP og PGGM, har begge allokert 500 mill. euro til felles infrastrukturinvesteringer i bærekraftig energi og 500 mill. euro til felles unoterte aksjeinvesteringer i miljøvennlig teknologi. CalPERS, ABP og PGGM har alle store unoterte investeringer i andre sektorer enn miljøvennlig energi og teknologi, slik at deres unoterte miljøinvesteringer også er et resultat av store allokeringer til brede markeder for unoterte aksjer og infrastruktur. Det er også viktig å merke seg at disse fondene gradvis har bygd opp allokeringen til unoterte markeder og dermed har hatt mulighet til over lang tid å tilegne seg nødvendig forvaltningserfaring og markedskunnskap.

Alle de formene for miljøvennlige investeringer som gjøres av andre fond er i utgangspunktet også aktuelle for Statens pensjonsfond – Utland. Når en tar hensyn til fondets eksisterende investeringer og fondets særtrekk, framstår delmarkeder innen infrastruktur og unoterte aksjer, miljøobligasjoner og muligheten til å investere deler av den noterte aksjeporteføljen basert på en miljøindeks, som mest aktuelle.

FTSE Environmental Opportunities All-Share Index er et eksempel på en miljøindeks av noterte aksjer. Dette er en indeks som er satt sammen av et utvalg av selskapene som inngår i referansepor-

teføljen til Statens pensjonsfond – Utland. Utvalgs-kriteriet er at selskapene har mer enn 20 pst. av sin inntjening fra miljørelatert virksomhet innen energi, vann, forurensning og avfall. Selskapene i FTSE Environmental Opportunities All-Share Index utgjør i overkant av 6 pst. av verdien av fondets referanseindeks for aksjer. Dette illustrerer at en ikke ubetydelig del av Statens pensjonsfond – Utlands referanseindeks for aksjer allerede har en «grønn» profil.

En kan også sette sammen en spesialtilpasset miljøindeks for Statens pensjonsfond – Utland, som gjør det mulig å investere i selskaper som er mer rendyrkede miljøelskaper og som ikke allerede inngår i dagens referanseportefølje.

Dersom deler av aksjeporteføljen forvaltes i tråd med en miljøindeks, vil dette medføre at en velger å overvekte miljøvennlige selskaper på bekostning av andre selskaper. Fra et finansielt synspunkt har en overvekting av enkelte selskaper eller sektorer likhetstrekk med en aktiv investeringsbeslutning.

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland har fram til i dag i stor grad vært basert på prinsippet om at vekten av selskaper eller sektorer blir bestemt av markedskapitaliseringen. En separat allokering til en miljøindeks vil medføre et avvik fra dette prinsippet, som baseres på hypotesen om tilnærmet markedseffisiens. Effisiente markeder antas effektivt å prise inn all relevant tilgjengelig informasjon, jf. boks 2.1.

Informasjonen som ligger til grunn for sammensetningen av slike miljøindekser vil i all hovedsak være offentlig tilgjengelig. Som utgangspunkt bør en derfor ikke kunne forvente høyere avkastning enn aksjemarkedet generelt gjennom overvekting av slike selskaper. Bare dersom selskapenes miljøvennlige produksjon eller produkter i framtiden skulle vise seg å få enn høyere verdi enn det finansmarkedene i dag legger til grunn, vil investeringene kunne gi en meravkastning sett i forhold til den øvrige porteføljen. Fordi en slik miljøindeks vil inneholde et mindre antall selskaper enn den ordinære aksjeporteføljen, må en forvente noe høyere risiko. Avkastningsforskjellene vil avhenge av hvordan miljøindeksen settes sammen.

Miljøindeksens utvalgs- og rapporteringskriterier kan påvirke selskapenes atferd dersom en stor del av kapitalen investeres etter miljøindeksen, eller dersom selskapene verdsetter å bli inkludert i slike indekser. Siden noterte aksjeselskaper presumptivt har stor påvirkning på miljøet, vil virkningen av eventuelle atferdsendringer kun-

ne ha stor effekt. Investeringer basert på en miljøindeks vil ligge nært opp til den eksisterende forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland og være relativt kostnadseffektivt og lite operasjonelt krevende.

Det kan stilles spørsmål ved hvor sterke miljømessige effekter investeringer i tråd med allerede etablerte miljøindekser vil utløse. Siden det allerede eksisterer en rekke miljøindekser, vil ikke en eventuell allokering medføre at en er med og utvikler et nytt produkt. Investeringene vil heller ikke ha stor betydning for selskapenes kapitaltilgang, siden de for det meste vil skje i andrehåndsmarkedet der man kjøper aksjer av andre investorer.

Et annet alternativ er å investere i obligasjoner som finansierer miljøprosjekter. Dette markedet er i dag svært lite, med bare noen få utstedte papi- rer, men det bør kunne vokse framover. Flere av de samme motforestillingene som eksisterer for investeringer i en notert miljøindeks vil også gjelde miljøobligasjoner. En forskjell er imidlertid at en her kan være med på å utvikle et nytt marked.

Flere sammenliknbare fond framhever spesielt sine miljøvennlige investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur. Dette er aktivaklasser som Statens pensjonsfond – Utland tidligere ikke har vært investert i og som dermed vil medføre en utvidelse av fondets investeringsunivers. Investeringer i unoterte aksjer gjennom oppstartsfond kan være med på å finansiere ny miljøvennlig teknologi direkte. I tillegg til kapitaltilførsel bidrar som regel oppstartsfondene med kompetanseoverføring, slik at selskapene blir bedre rustet til å lykkes med å utvikle teknologien til kommersielle produkter.

Infrastrukturinvesteringer vil kunne finansiere etableringen av miljøvennlige investeringsprosjekter direkte, eller skje i etablerte prosjekter innen klimavennlig energi, slik som vindmøller, solceller, vannkraft, geotermiske anlegg, karbonfangst og lagring eller annen klimavennlig infrastruktur som f.eks. utbedring av det elektriske strømmettet. Behovet for investeringer i miljøvennlig infrastruktur og behovet for privat kapital gjør dette til et interessant marked med betydelig vekstpotensial. En mulighet er å samarbeide med andre store institusjonelle investorer, som store pensjonsfond og andre nasjonale reservefond, i å utvikle instrumenter som bedre ivaretar de største fondenes behov.

I de unoterte markedene vil det kunne være utfordrende å finne fond som utelukkende er orientert mot miljøprosjekter. I slike tilfeller er det aktuelt å sette en minsteramme for miljøeksponering i fondene.

Nærmere om et mulig program for bærekraftig vekst i framvoksende markeder

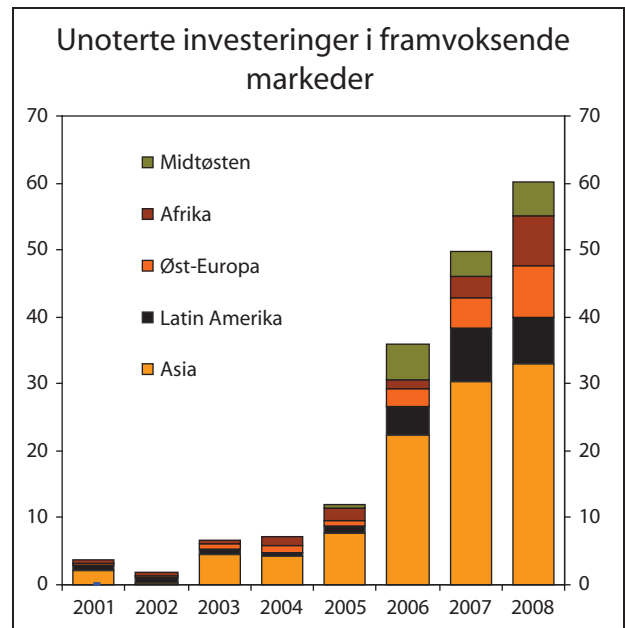
For et mulig investeringsprogram for bærekraftig vekst i framvoksende markeder er det naturlig å vurdere investeringer i blant annet unoterte aksjer og infrastruktur i disse markedene. Dette henger blant annet sammen med at tilgangen på noterte investeringer relativt sett er mer begrenset her enn i mer utviklede markeder. Med bærekraft forstås det her både miljømessig, økonomisk og utviklingsmessig bærekraft.

Det eksisterer ikke et entydig sett av kriterier som definerer framvoksende markeder. 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 capita og hvordan det noterte aksjemarkedet er regulert, utviklet og fungerer. Aksjereferansen til Statens pensjonsfond – Utland er nylig blitt utvidet til å inkludere alle de framvoksende aksjemarkedene som til enhver tid inngår i verdensindeksen fra indeksleverandøren FTSE (omtalt i St.meld. nr. 16 (2007-2008)).

Med framvoksende markeder for de unoterte investeringene menes her alle land med lav til middels bruttonasjonalinntekt per capita, og de minst utviklede landene med sterk økonomisk vekst.

De framvoksende markedene står for 85 pst. av verdens befolkning, men bare 28 pst. av verdens bruttonasjonalprodukt. Denne ubalansen har de siste tiår blitt noe mindre gjennom høyere gjennomsnittlig økonomisk vekst i framvoksende markeder. Den høyere veksten skyldes primært at de framvoksende økonomiene har akkumulert kapital og økt arbeidsstyrken i et langt raskere tempo enn industrilandene. Disse økonomiene vil også i framtiden kunne ha høyere økonomisk vekst enn de utviklede økonomiene. På lang sikt vil den gjennomsnittlige veksten i hovedsak være bestemt av tilgangen på produksjonsfaktorer, samt hvor effektivt disse utnyttes.

De fleste store institusjonelle forvaltere investerer deler av aksjeporteføljen i unoterte aksjer. Mange av disse fondene har de siste årene allokert deler av den unoterte aksjeporteføljen til framvoksende markeder. Investeringene foretas i all hovedsak indirekte gjennom ulike fondskonstruksjoner. Av sammenliknbare fond er det de tre amerikanske pensjonsfondene CalPERS, Washington State og Oregon State som har de største investeringene i unoterte framvoksende



Figur 2.12 Unoterte aksjeinvesteringer i framvoksende markeder, fordelt på regioner, 2003-2008, mrd. USD.

Kilde: EMPEA

aksjemarkeder, på henholdsvis 2,6 mrd., 1,5 mrd. og 1,2 mrd. USD. CalPERS startet med unoterte aksjeinvesteringer i framvoksende markeder i 1996, og investeringene utgjorde ved utgangen av 2007 17 pst. av de totale unoterte aksjeinvesteringene. Til sammenlikning anslår Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA) at de samlede unoterte aksjeinvesteringene i framvoksende markeder i 2007 utgjorde 13 pst. av verdens samlede investeringer i unoterte aksjer. Som det framgår av figur 2.12, har de samlede unoterte investeringene i framvoksende markeder vært i kraftig vekst de siste årene.

Figur 2.12 viser at Asia er den regionen av de framvoksende markedene som har mottatt de største unoterte investeringene. Innen denne regionen har de største investeringene vært i Kina og India. Den regionen der minst er investert er Afrika sør for Sahara, som i 2008 utgjorde 8 pst. av de samlede unoterte investeringene. Det er Sør-Afrika som har vært det klart største markedet i denne regionen. Afrika er også den regionen med det minste bruttonasjonalproduktet.

Analysen av sammenhengen mellom avkastningen av aksjemarkedet og landets økonomiske vekst gir liten støtte for at høy vekst automatisk gir høy avkastning. Likevel har de noterte framvoksende aksjemarkedene over flere år fram til 2008 opplevd både høy vekst og høy avkastning.

Avkastningen har imidlertid svingt mer enn resten av markedet. Dette var særlig tydelig i 2008, da verdens framvoksende aksjemarkeder falt betydelig mer enn resten av det noterte aksjemarkedet.

De store endringene som har funnet sted i framvoksende markeder over de siste ti årene, og mangelen på gode data for unoterte aksjefond, vanskeliggjør sammenlikninger av avkastningen av noterte og unoterte framvoksende aksjemarkeder. Cambridge Associates LLC besitter et av de beste datasettene for unoterte fond. Sammenlikninger basert på deres data viser at noterte framvoksende aksjeindekser har hatt klart høyere avkastning enn gjennomsnittet av unoterte fond investert i framvoksende markeder over de siste ti årene fram til utløpet av 3. kvartal 2008. Forskjellen har imidlertid blitt mindre mot slutten av denne perioden.

Dataene til Cambridge viser også at det er stor forskjell i avkastningen mellom ulike regioner, og at unoterte fond som har investert i Øst-Europa har hatt høyest avkastning i denne perioden. Data materialet for regioner er imidlertid begrenset, og for enkelte av regionene er det bare basert på et lite antall fond. Dataene fra Cambridge viser også at det er stor forskjell i avkastning mellom ulike fond i framvoksende markeder.

Selv om det er store forskjeller mellom ulike framvoksende markeder, er investeringer i disse markedene generelt meget krevende. Investors rettigheter er ofte ikke like godt beskyttet gjennom lovgivning og tilsynsmyndigheter som i mer utviklede markeder. Åpenhet og selskapsstyring i framvoksende markeder er ofte også svakere enn i mer utviklede markeder. Fondsforvaltere som investerer i slike markeder har ofte kompetanseoverføring og bedre selskapsstyring som sentrale deler av forvaltningsstrategien. Et annet forhold som medfører økt risiko, er at det ofte også er stor landspecifikk risiko knyttet til makroøkonomiske og politiske forhold i framvoksende markeder.

På spørsmål om hvor mye kompensasjon investorer forventer fra investeringer i unoterte framvoksende aksjemarkeder sammenliknet med unoterte investeringer i Nord-Amerika, svarte investorer i en spørreundersøkelse utført av EMPEA (2008) at de i gjennomsnitt forventet nesten 7 pst. årlig meravkastning.

Selv om mange av disse risikofaktorene kan reduseres gjennom spredning av investeringene og gjennom å velge forvaltere av høy kvalitet med erfaring fra markedene, må Statens pensjonsfond – Utland også kreve en kompensasjon for den ek-

stra risikoen som er knyttet til unoterte investeringer i framvoksende markeder.

Investeringer i framvoksende markeder medfører også utfordringer for utøvelsen av de etiske retningslinjene. Informasjonstilgangen er ofte dårlig, samtidig som det kan være større risiko for menneskerettighetsbrudd, miljøforurensning og korrupsjon. Disse forholdene, kombinert med at unoterte investeringer ofte er lite likvide og derfor gir begrensede muligheter for å selge seg ut, gjør at det er viktig å foreta en detaljert gjennomgang av fondsforvalteren før en investerer. Et viktig krav vil være at fondet har etablert gode retningslinjer for ansvarlig forvaltning.

En betydelig andel av investeringene i investeringsprogrammene for miljø, og eventuelt også for bærekraftig vekst i framvoksende markeder, vil kunne skje i unoterte aksjer («private equity») og infrastruktur. Dette er markeder og instrumenter som i dag ligger utenfor universet av tillatte investeringsalternativer i Statens pensjonsfond – Utland. Investeringsalternativene unoterte aksjer og infrastruktur er derfor omtalt nærmere nedenfor.

Generelt om unoterte markeder

Investeringer i unoterte markeder reiser nye problemstillinger relatert til fondets størrelse og kapasitetsbegrensninger i markedet, men også til styringsstrukturen og en hensiktsmessig regulering av unoterte investeringer. Det vises til omtalen av disse problemstillingene knyttet til fondets eiendomsinvesteringer i St.meld. nr. 24 (2006-2007).

De fleste store institusjonelle forvaltere investerer deler av aksjeporteføljen i unoterte aksjer. CEM Benchmarking har utarbeidet en sammenlikningsgruppe for Statens pensjonsfond – Utland bestående av 19 av verdens største pensjonsfond. Alle disse fondene bortsett fra Statens pensjonsfond – Utland var i 2007 investert i unoterte aksjer. Fondenes medianallokering var på 5,9 pst., mens den høyeste allokeringen til unoterte aksjemarkeder var på 20,5 pst. Sju av fondene var i 2007 investert i infrastruktur. Den høyeste allokeringen var på 8,5 pst., mens medianallokeringen var på 1 pst.

De fleste sammenliknbare institusjonelle forvaltere investerer i unoterte aksjer gjennom fondslignende konstruksjoner. Unoterte aksjefond kan grovt deles inn i to hovedkategorier: Oppstartsfond («venture capital»), hvor fondet investerer i relativt nystartede foretak med et potensial for rask vekst, og oppkjøpsfond («buyouts»),

hvor fondet kjøper kontroll i et selskap for så å restrukturere selskapet og bedre inntjeningen. Oppkjøpsfond forvalter langt mer kapital enn oppstartsfond.

I unoterte markeder eksisterer det ingen investerbar referanseindeks, slik at det ikke er mulig å drive passiv indeksforvaltning. Det gjør det også vanskeligere å teste om unoterte aksjer har gitt bedre risikojustert avkastning enn noterte markeder.

Tilgjengelige data for fond investert i unoterte aksjer er lite egnet for å trekke robuste konklusjoner om forventet avkastning og risiko knyttet til slike investeringer. Det finnes relativt få studier av historisk avkastning av investeringer i unoterte aksjer, noe som trolig skyldes mangelen på gode data. Noen studier har funnet at den gjennomsnittlige nettoavkastningen (etter kostnader) av investeringer i unoterte aksjer ikke avviker mye fra noterte aksjer, som Cochrane (2005) og Kaplan og Schoar (2005). Andre studier, som Phalippou og Zollo (2005), har funnet at netto avkastning av investeringer i unoterte fond har vært klart dårligere enn avkastningen i det noterte aksjemarkedet. De påpeker også at investeringer i unoterte aksjefond er illikvide og at fondsavkastningen har positiv korrelasjon med noterte aksjer. De stiller spørsmål ved hvorfor investorer har allokert så mye til unoterte aksjer når den historiske avkastningen har vært lav.

Det synes sannsynlig at mange av avkastningsdriverne i unoterte aksjer på lang sikt vil være de samme som i noterte markeder. I likhet med noterte selskaper vil inntjeningen til unoterte selskaper ha en eksponering mot både økonomisk aktivitet generelt og sektorene de er en del av. Verdsettingsmål, som for eksempel forholdet mellom virkelig verdi og inntjening, vil også trolig være korrelert med utviklingen i aksjemarkedet som helhet, blant annet fordi fondene har som mål å børsnotere selskapene de har investert i eller selge dem til børsnoterte selskaper.

Selv om mange av driverne vil være de samme i noterte og unoterte markeder, vil det innen det unoterte aksjemarkedet være sektorer og produkter som skiller seg fra det noterte markedet.

Empiriske studier viser at det er større avkastningsforskjeller mellom fond som investerer i unoterte aksjer enn de som investerer i noterte aksjer. Det gjør at valget av forvalter har større betydning enn i noterte markeder. Dersom en på forhånd klarer å identifisere og få tilgang til de beste forvalterne, kan en på sikt oppnå en høyere avkastning i det unoterte aksjemarkedet. Det kan

argumenteres for at enkelte institusjonelle investorer og grupper av institusjonelle investorer bør ha bedre forutsetninger for å kunne lykkes med investeringer i unoterte aksjer enn andre fordi de lettere kan få tilgang til de beste forvalterne. Lerner, Schoar og Wongsunwai (2007) har funnet store avkastningsforskjeller mellom ulike amerikanske institusjonelle investorer. De fant bl.a. at fond valgt av de amerikanske universitetsfondene hadde god avkastning, mens fond valgt av banker og konsulenter hadde dårlig avkastning.

Forvaltningskostnadene ved unoterte investeringer vil være betydelig større enn for noterte investeringer. Det er vanlig at fondene tar 1,5-2,5 pst. av forvaltet beløp i løpende forvaltningskostnader og om lag 20 pst. av avkastningen over et bestemt nivå. De avkastningsavhengige honorarene kommer som regel til utbetaling først når fondet har solgt investeringene, og er derfor ment å gi fondsforvalterne insentiver til å oppnå gode resultater og gi forvalteren mest mulig sammenfallende interesser med investorene.

Investeringer i unoterte aksjer kan følgelig gi mulighet til oppnå meravkastning gjennom valg av dyktige forvaltere, og til å høste en gevinst over tid ved å investere i mindre omsettelige aktiva. Investeringer i infrastrukturprosjekter, som elektrisitet og vannforsyning, bompengefinansierte veier, flyplasser og telekommunikasjon, har tradisjonelt utgjort et begrenset marked. Økende privat deltakelse og økt behov for privat finansiering, har imidlertid gjort slike investeringer mer aktuelle for langsiktige finansielle investorer. Markedet for denne type investeringer forventes å vokse i årene framover. Avkastningen av og risikoen knyttet til infrastrukturinvesteringer vil variere betydelig mellom ulike investeringer, men en vanlig antakelse er at avkastning og risiko for ferdigutviklede prosjekter vil ha likhetstrekk ved avkastnings- og risikoegenskapene ved fast eiendom. Som for eiendom vil også infrastrukturinvesteringer kunne bidra til å spre risikoen i Statens pensjonsfond, og til å høste en gevinst over tid ved å investere i mindre omsettelige eiendeler.

Et flertall i finanskomitéen, alle unntatt Framskrittspartiet, uttalte i Innst. S. nr. 283 (2007-2008) at det bør åpnes for infrastrukturinvesteringer i Statens pensjonsfond – Utland. Flertallet viste til at infrastruktur er en raskt voksende aktivaklasse blant institusjonelle investorer, ikke minst som følge av de store behovene for infrastrukturinvesteringer i framvoksende økonomier. Det ble videre uttalt at et fond som sikter mot å representere beste internasjonale praksis i alle ledd av forvalt-

ningen, må utvikle investeringskompetanse i de aktivaklasser som store institusjonelle investorer er aktive i. Samtidig må en opprettholde de krav som stilles til kvalitet og etterprøvbarehet av forvaltningsresultatene.

Departementets vurdering av investeringer i unoterte markeder

Ønsket om å spre investeringene i Statens pensjonsfond – Utland ytterligere og evnen til å investere i aktiva med redusert omsettelighet taler i utgangspunktet for å vurdere både unoterte aksjer og unoterte infrastrukturinvesteringer, som i dag ligger utenfor fondets investeringsalternativer. Investeringer i unoterte markeder vil også være i tråd med vanlig praksis internasjonalt. Sammenlikninger av investeringene i Statens pensjonsfond – Utland med andre store fond internasjonalt viser at disse fondene ofte har en lavere andel nominelle obligasjoner og at deler av kapitalen er investert i alternative aktivaklasser som unoterte aksjer og infrastruktur mv.

Samtidig reiser nye investeringsområder nye problemstillinger. En forutsetning for arbeidet med å videreutvikle strategien vil være behovet for betryggende styring også av andre typer risiko enn markedsrisiko, som for eksempel operasjonell risiko. Strategien må også utvikles under hensyntagen til fondets rolle som ansvarlig investor og det betydelige behovet for å bygge opp kompetanse som vil oppstå om en åpner for nye investeringsområder.

Flere sammenliknbare fond som de siste årene har startet med investeringer som er rettet spesielt mot miljø og framvoksende markeder har lagt en stor del av disse investeringene til unoterte markeder. Tilsvarende investeringer i Statens pensjonsfond – Utland ville innebære at en starter eventuelle investeringer i infrastruktur og unoterte aksjer m.m. i spesialiserte segmenter for miljø og framvoksende markeder. Gitt at fondet ikke allerede er investert i unoterte markeder, ville det isolert sett være mer nærliggende å starte investeringer i de mest utviklede segmentene av disse markedene, for deretter å videreutvikle strategien mot særskilte delmarkeder knyttet til miljø og framvoksende markeder.

Departementet har her lagt vekt på et ønske om å oppnå bredere eksponering mot miljøsektoren, et forhold flere høringsinstanser også tok opp. Dette er en sektor hvor det over tid kan forventes høy vekst. I de videre vurderingene av et mulig investeringsprogram rettet mot bærekraftig vekst i

framvoksende markeder, vil en blant annet vurdere investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur i disse markedene. I vurderingen vil det bli lagt vekt på om man kan finne et opplegg for slike investeringer som framstår som en hensiktsmessig og naturlig videreutvikling av fondets strategi, og som ivaretar behovet for god styring av risiko. Dette vil være mer krevende i framvoksende markeder enn i de utviklede markedene som vil utgjøre hovedtyngden av investeringene innenfor miljøprogrammet. Etter en helhetsvurdering tar departementet derfor sikte på å etablere et investeringsprogram rettet mot miljørelaterte investeringsmuligheter som også eventuelt kan være et første skritt i å investere i unoterte aksjer og infrastruktur. Omfanget av slike investeringer vil være lite sett i forhold til fondets samlede kapital og vil kunne bidra til en nyttig kompetansebygging for videreutvikling av investeringsstrategien til fondet mer generelt.

Videre arbeid

Departementet legger opp til å utrede flere forhold knyttet til miljøprogrammet før investeringene kan starte. Dette gjelder blant annet nærmere vurderinger av miljøkriterier, ulike investeringsalternativers forventede avkastning og risiko, samt markedenes størrelse, tilgjengelighet og andre operasjonelle utfordringer. Mens investeringer som allerede er en del av fondets investeringsunivers, som noterte miljøindekser og miljøobligasjoner, vil kunne gjennomføres relativt hurtig, vil eventuelle investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur ta mer tid. Slike investeringer krever spesialkompetanse hos den operasjonelle forvalteren og skaper utfordringer blant annet knyttet til måling og evaluering av avkastning og risiko. Videre er det behov for å etablere egne avkastningskrav, risikorammer, bestemmelser om ansvarlig forvaltning og rapporteringskrav som ivaretar departementets målsetting for investeringene.

Det eksisterer klare kapasitetsbegrensninger for investeringer i unoterte markeder generelt, og spesielt for investeringer i delmarkeder som miljøvennlig teknologi og energi. Med bakgrunn i markedenes størrelse, som også begrenses av tilgangen til dyktige forvaltere og fond, legger departementet til grunn at det samlede beløpet for miljøprogrammet og et eventuelt investeringsprogram rettet mot bærekraftig vekst i framvoksende markeder kan bli på omlag 20 mrd. kroner, investert over en 5-årsperiode. Det er imidlertid usikkerhet knyttet til de unoterte markedenes kapasitet. Dette vil være betydelige investeringer både

sett i forhold markedenes størrelse og investeringer som gjøres av andre sammenliknbare fond internasjonalt.

Departementet vil arbeide videre med problemstillingene og komme tilbake til saken i Nasjonalbudsjettet 2010.

Behov for en nærmere vurdering av klimautfordringenes konsekvenser for verdens finansmarkeder

I høringsrunden, jf. avsnitt 4.3, er det kommet inn grundige vurderinger fra ulike analyseselskaper av hvordan porteføljer kan tilpasses en framtidig lavkarbonøkonomi. Det er utviklet metoder som forsøker å fange opp faktorer som vil påvirke selskapers verdi i framtiden og som disse analyseselskapene antar ikke er ivaretatt i dagens aksjeverdi.

Gitt at karbonutslipp vil bli prissatt etter en ny internasjonal klimaavtale, kan summen av selskapers utslipp bety økte kostnader. Visse sektorer, som kraftproduksjon og metallproduksjon, vil være særlig utsatt for økt prissetting av karbon. På den annen side kan overvektning av lavkarbonsektorer kunne øke andre former for risiko i porteføljen betydelig. Banker og finansinstitusjoner har for eksempel meget små karbonutslipp. Men disse selskapene gir eksponering mot viktige risikofaktorer som kreditt og likviditet, noe utviklingen de siste månedene illustrerer.

Et generelt utgangspunkt for forvaltningen av fondet er at finansmarkedene i stor grad er effisiente i den forstand at prisingen reflekterer tilgjengelig informasjon. Usikkerhet om hvilke framtidige priser som vil gjelde for karbonutslipp er ut fra dette i prinsippet ikke forskjellig fra andre typer usikkerhet som også er innbakt i prisene på finansielle aktiva. Det er derfor etter departementets vurdering usikkert hvorvidt det vil være hensiktsmessig å gjøre store endringer i en investeringsstrategi basert på veldiversifiserte investeringer og stor grad av indeksforvaltning i lys av klimautfordringene.

Departementet ser likevel, ut fra den meget store usikkerheten som klimautfordringene representerer, behov for å vurdere nærmere konsekvensene for verdens finansmarkeder av klimautfordringene. Klimautviklingen og de regulerings tiltak som vedtas for å motvirke utviklingen (for eksempel i form av kvotemarkeder) kan ha betydning for avkastningen til Statens pensjonsfond – Utland.

I en slik analyse er det først behov for å vurdere hvordan verdens finansmarkeder kan påvirkes

av klimautfordringene og hva investorer i kraft av sin rolle kan gjøre for å motvirke uheldige utvekslingstrekk. Dernest er det behov for å vurdere om det kan og bør etableres strategier for å ta aktive valg for beskytte seg mot mulige feilprisinger i markedet knyttet til karbonutslipp. I den sammenheng bør det foretas en kritisk gjennomgang av ulike metoder for slike aktive valg.

Stern-rapporten ("The Economics of Climate Change" fra 2006) var et viktig bidrag til forståelsen av klimaendringers betydning for den samlede økonomiske utvikling i verden, og et arbeid av liknende karakter kan belyse betydningen for finansielle markeder mer spesielt. Finansdepartementet tar på denne bakgrunn sikte på å initiere en utredning som vurderer hvordan klimautfordringene kan påvirke de finansielle markedene og hvordan investorer bør handle ut fra dette. Dette bør være et internasjonalt prosjekt, og kan eventuelt gjennomføres sammen med andre investorer. Departementet vil komme tilbake med en nærmere vurdering av et opplegg for dette i Nasjonalbudsjettet 2010.

2.5.2 Arbeidet med rentereferansen

Det har de siste par årene blitt tatt viktige strategiske beslutninger om å heve Statens pensjonsfond – Utlands risiko og forventede avkastning gjennom økt aksjeandel, gjennom å ta små selskaper og flere framvoksende markeder inn i referanseporteføljen for aksjer, samt å åpne for en oppbygging av eiendomsinvesteringer.

I arbeidet med videreutvikling av fondets investeringsstrategi er det blant annet naturlig å se nærmere på sammensetningen av referanseporteføljen for rentebærende instrumenter. Dette følger dels av at departementet i St.meld. nr. 16 (2007-2008) sa at en ville komme tilbake med en vurdering av framvoksende obligasjonsmarkeder sett i lys av at framvoksende aksjemarkeder allerede var inkludert i porteføljen. I tillegg kan det være grunn til å vurdere om det er andre sider ved sammensetningen av rentereferanseporteføljen en bør se nærmere på, herunder om det er hensiktsmessig å utvide porteføljen til også å inkludere selskapsobligasjoner med høy kredittrisiko (dvs. høyere risiko enn «investment grade»).

Departementet inviterte derfor Norges Bank og Strategirådet til å belyse og gi råd om sammensetningen av referanseporteføljen for rentebærende instrumenter. Norges Bank uttaler i brev av 3. november 2008 at det er naturlig å vurdere å inkludere obligasjonsinvesteringer i framvoksende

markeder og selskapsobligasjoner med høy kredittrisiko i referanseporteføljen. Etter en samlet vurdering, hvor det bl.a. ble pekt på vesentlige operasjonelle utfordringer, anbefaler Norges Bank at en ikke utvider referanseporteføljen på disse områdene nå.

Strategirådet skriver i brev til Finansdepartementet av 20. mars 2009 at en utvidelse av relevanseporteføljen med høyrenteobligasjoner og framvoksende markeder i prinsippet er konsistent med et ønske om bedre risikospredning og et ønske om å høste likviditetspremier. Rådet peker imidlertid på at høyrenteobligasjoner har uønskede risikoegenskaper i nedgangsperioder ved at avkastningen utvikler seg til dels likt med avkastningen på aksjer, og motsatt av avkastningen på statsobligasjoner. Dersom en inkluderer høyrenteobligasjoner i referanseporteføljen for renteinstrumenter vil en derfor kunne svekke rentereferansens bidrag til å beskytte fondskapitalen i nedgangsperioder. På denne bakgrunn, og ut i fra hensynet til fondets omdømme, anbefaler Strategirådet at en ikke utvider rentereferansen med høyrenteobligasjoner.

Når det gjelder spørsmålet om en bør utvide referanseporteføljen for rentebærende instrumenter med obligasjoner utstedt i framvoksende markeder (i lokal valuta), viser Strategirådet til at databegrensninger gjør det vanskelig å evaluere historisk avkastning og risiko for slike investeringer. Det pekes videre på at investeringer i framvoksende obligasjonsmarkeder reiser en rekke operasjonelle utfordringer. På denne bakgrunn anbefaler Strategirådet at en ikke utvider rentereferansen med obligasjoner utstedt i framvoksende markeder i lokal valuta nå. Samtidig pekes det på at det bør foretas en ny vurdering av dette spørsmålet når det foreligger mer informasjon.

Departementet har merket seg vurderingene fra Norges Bank og Strategirådet, og at det ikke anbefales å utvide referanseporteføljen for rentebærende instrumenter med høyrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt i framvoksende markeder nå. Departementet legger til grunn at det ikke er aktuelt å gjennomføre denne type endringer i nær framtid. En vil arbeide videre med problemstillingene og komme tilbake til Stortinget om noe tid.

2.5.3 Region- og valutafordelingen

Et annet tema departementet ønsker å vurdere nærmere er region- og valutafordelingen til referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Ut-

land. Denne fordelingen tar utgangspunkt i målet om å ivareta fondets internasjonale kjøpekraft best mulig. Norges importmønster har vært en viktig referanse, samt hensynet til bredest mulig spredning av fondets risiko og fondets rolle som en finansiell investor med vekt på lave transaksjonskostnader.

I første omgang tar departementet sikte på å belyse problemstillingene. Eventuelle planer om endringer på dette området vil uansett ligge noe fram i tid. Og siden dette saksområdet kan sies å være av strategisk betydning for fondet, vil eventuelle endringer bli presentert for Stortinget før de gjennomføres.

2.5.4 Rebalansering

Den strategiske referanseporteføljen Finansdepartementet fastsetter for Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge gjenspeiler eiers avveining mellom forventet avkastning og risiko på lang sikt, og representerer således den viktigste beslutningen i utformingen av investeringsstrategien.

Den strategiske referanseporteføljen definerer hvilke andeler som skal investeres i ulike aktivaklasser og geografiske regioner. Vektene til de ulike aktivaklassene vil imidlertid bevege seg over tid i takt med markedsutviklingen. En skiller derfor mellom den strategiske referanseporteføljen, med faste vekter, og den faktiske referanseporteføljen, med flytende vekter.

Den faktiske referanseporteføljen vil således avvike fra den strategiske, og vil da ikke lenger gjenspeile eiers opprinnelige avveining mellom forventet avkastning og risiko. Det er derfor vanlig å ha en rebalanseringsmekanisme for å bringe vektene i den faktiske referanseporteføljen tilbake til de strategiske vektene, før de igjen begynner å flyte.

Forvalterens resultater blir sammenliknet med den faktiske referanseporteføljen. En rebalansering av referanseporteføljen vil normalt medføre at forvalter velger å tilpasse den faktiske porteføljen. En rebalansering utløser derfor transaksjonskostnader, som eieren i prinsippet er villig til å bære for å gjenopprette de strategiske vektene i porteføljen.

Statens pensjonsfond – Utland tilføres nye fondsmidler hver måned som investeres på en slik måte at vektene i den faktiske referanseporteføljen så langt det lar seg gjøre bringes tilbake til de strategiske vektene. Denne tilførselen av ny kapital bidrar derfor til delvis rebalansering av den

faktiske referanseporteføljen, og fører til redusert behovet for full rebalansering, der vektene bringes helt tilbake til de strategiske. Delvis rebalansering gjennom tilførsel er en svært kostnadseffektiv rebalanseringsstrategi. For et fond som Statens pensjonsfond – Norge, som ikke har løpende tilførsel av nye midler, vil kostnadene i forbindelse med rebalansering typisk være høyere.

Selv med delvis rebalansering kan imidlertid vektene til den faktiske referanseporteføljen avvike betydelig fra de strategiske vektene. Det er derfor fastsatt detaljerte regler for når og hvordan full rebalansering skal finne sted. Den faktiske referanseporteføljen blir gjenstand for full rebalansering dersom visse betingelser vedrørende aktivklassenes avvik fra de strategiske vektene er oppfylt, hvor en har fastsatt betingelser for å unngå unødig hyppige og små rebalanseringer som er kostnadskrevenne. Eksempelvis har den meget svake utviklingen i aksjemarkedene den senere tid utløst rebalansering i Statens pensjonsfond, hvor en har kjøpt aksjer for å bringe porteføljen tilbake mot de strategiske vektene.

Generelt gjelder det at de akkumulerte transaksjonskostnadene over tid i forbindelse med fulle rebalanseringer øker med hyppigheten av rebalanseringene. Hyppige rebalanseringer har også operasjonelle kostnader. Dersom den løpende tilførselen av nye fondsmidler avtar i forhold til fondets verdi, vil den delvise rebalanseringen fra tilførselen bli mindre effektiv og en får isolert sett hyppigere fulle rebalanseringer. Hvis et slikt forløp forventes, kan det være kostnadseffektivt å justere betingelsene for full rebalansering, slik at frekvensen av framtidige fulle rebalanseringer begrenses. Dette må på den annen side veies opp mot ulempene ved at aktivavektene i den faktiske referanseporteføljen tillates å flyte lenger unna de «optimale» strategiske vektene.

Finansdepartementet har nylig gjennomført en ny analyse av rebalanseringsregimet for Statens pensjonsfond – Utland. Bakgrunnen for analysen er at tilførselen av ny kapital forventes å avta på sikt relativt til fondets verdi. I tillegg kommer at aksjeandelen i fondet har økt, som medfører høyere forventet volatilitet og dermed hyppigere fulle rebalanseringer. En har derfor vurdert hvorvidt det er hensiktsmessig å justere betingelsene for full rebalansering, eller la porteføljevektene flyte litt friere, for å redusere de forventede rebalanseringskostnadene over tid.

Til grunn for analysen ligger en porteføljesimuleringsmodell, hvor en benytter samme anslag for forventet langsiktig avkastning og volatilitet til de

ulike aktivaklassene som er referert i avsnitt 2.3.2, samt forutsetninger om finanspolitikken som er hentet fra departementets budsjettpublikasjoner. Simuleringsmodellen genererer et stort antall baner for verdiutviklingen av de ulike aktivaklassene over tidshorisonter fra 5 til 20 år. Dagens rebalanseringsregime og alternative regimer simuleres i modellen, hvor en får anslag på forventet antall fulle rebalanseringer over tidshorisonen, akkumulerte transaksjonskostnader i forbindelse med rebalanseringene, og porteføljens forventede avkastning og risiko gjennom perioden.

Resultatet av denne analysen kan oppsummeres som følger. Dersom en viderefører dagens rebalanseringsregime, må en forvente en svak økning i antall fulle rebalanseringer over de neste 5 år i forhold til antallet de siste 5 år. Antallet er likevel lavt. Deretter ventes en ytterligere, men moderat, økning i antall fulle rebalanseringer. Tilhørende transaksjonskostnader vil derfor øke noe, men fra et lavt nivå.

Dersom en justerer dagens regime slik at litt friere flyt av aktivaklassevektene tillates, reduseres det forventede antall fulle rebalanseringer, og dermed akkumulerte transaksjonskostnader. Dette må veies opp mot ulempene. For det første vil den faktiske referanseporteføljen over tid avvike noe mer fra den strategiske referanseporteføljen, som representerer eiers ønskede eksponering i kapitalmarkedene. For det andre vil forventet risiko, i form av porteføljevolaatilitet og sannsynlighet for store tap («nedsiderisiko»), øke marginalt fordi aksjeandelen tillates å stige litt mer over tid. For det tredje vil den forventede avkastningen, til tross for sparte transaksjonskostnader, reduseres marginalt pga. bl.a. lavere diversifiseringsgevinst («diversification return»).

Etter en samlet vurdering har Finansdepartementet besluttet å videreføre dagens retningslinjer inntil videre. Analyse- og erfaringsgrunnlaget vil imidlertid endre seg over tid. Departementet vil derfor ta spørsmålet opp til ny vurdering på et senere tidspunkt.

2.5.5 Om oljeprisrisiko

Spørsmålet om hvorvidt Statens pensjonsfond – Utland bør redusere beholdningen av aksjer i den internasjonale olje- og gassektoren er blitt reist fra tid til annen. Argumentet er at staten, gjennom finansielle investeringer i denne sektoren, påtar seg unødvendig stor oljeprisrisiko, i den forstand at verdien av fondet blir for høyt korrelert med verdien av statens inntekter fra olje og gass i

Tabell 2.5 Prosentvis årlig avkastning (geometrisk) og risiko (standardavvik), samt korrelasjon med oljepris for globale sektorvise aksjeindekser siden 1994 (lokal valuta).

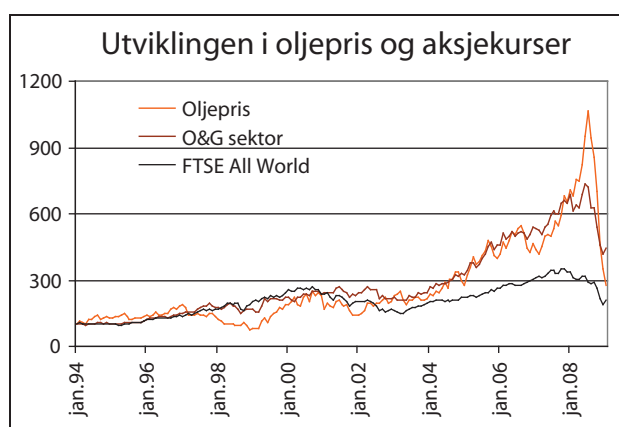
	FTSE Oil & Gas	FTSE Basic mat.	FTSE Indust.	FTSE Cons. goods	FTSE Health care	FTSE Cons. serv.	FTSE Tele- com	FTSE Utilities	FTSE Finan- cials	FTSE Tech.	FTSE All- World
Korrel. med oljepris	0,52	0,25	0,19	0,12	-0,08	0,05	0,04	0,16	0,05	0,17	0,18
Avkastning	10,5	5,4	5,4	4,1	8,0	2,6	5,8	6,7	3,0	5,2	4,9
Standardavvik	18,2	18,6	17,0	17,1	12,1	15,0	16,8	11,8	18,5	28,5	14,8

Kilde: Datastream

Nordsjøen, og med aktivitetsnivået i økonomien mer generelt.

Argumentet bygger på den observasjon at avkastningen på aksjer i olje- og gassektoren er relativt høyt korrelert med variasjonen i oljeprisen. Dette illustreres av figur 2.13, som viser verdiutviklingen av en bredt sammensatt portefølje av internasjonale olje- og gassaksjer (FTSE All-World Oil&Gas indeksen, i en kurv av lokale valutaer) siden 1994 sammenliknet med utviklingen av oljeprisen (normalisert til 100 i 1994). Porteføljeværdi og oljepris følger hverandre tett. Figuren viser også verdiutviklingen av en global aksjeindeks for alle sektorer (FTSE All-World), som ikke er like tett koblet til oljeprisen.

En annen måte å illustrere dette på er å beregne korrelasjonen (samvariasjonen) mellom prisvariasjonen til olje og totalavkastningen til de globale sektorindeksene som inngår i den globale aksjeindeksen FTSE All-World. Korrelasjonskoeffisientene er basert på månedstall siden 1994 og er vist i tabell 2.5. Jo nærmere korrelasjonskoeffisi-



Figur 2.13 Utviklingen i oljepris, en global aksjeindeks for olje- og gassektoren, og en bred global aksjeindeks

Kilde: Datastream

enten er 1, desto høyere samvariasjon. Korrelasjonen mellom oljepris og avkastning er klart størst for aksjer i olje- og gassektoren (koeffisient 0,52), og betydelig høyere enn for aksjer i den bredt sammensatte globale indeksen FTSE All-World (0,18).

Tabellen viser også gjennomsnittlig (geometrisk) årlig totalavkastning og volatilitet (standardavvik til avkastningen) over samme periode. Det er verdt å merke seg at det er olje- og gassindeksen innen FTSE All-World indeksen som har hatt den beste verdiutviklingen siden 1994, til tross for det sterke oljeprisfallet i den senere tid. For denne sektoren har gjennomsnittlig geometrisk avkastning i 15-årsperioden vært hele 10,5 pst. Det er mer enn det dobbelte av avkastningen til den brede FTSE All-World indeksen. Til sammenligning har for eksempel finanssektoren hatt en gjennomsnittlig avkastning på bare 3 pst.

Aksjer innen olje- og gassektoren er altså relativt høyt korrelert med oljeprisen. Det kan derfor være interessant å studere virkningen av å utelate denne sektoren fra en bredt sammensatt global aksjeindeks. Resultatet av denne beregningen er vist i tabell 2.6. Korrelasjonen mellom variasjonen i oljepris og totalavkastningen til den beregnede aksjeindeksen renset for selskaper innen olje- og gassektoren («FTSE All-World-ex-Oil&Gas») faller til 0,14 (fra 0,18 for FTSE All-World). Imidlertid faller også den gjennomsnittlige avkastningen over de siste 15 år med 0,7 prosentpoeng, til 4,2 pst., mens volatiliteten stiger med 0,3 prosentpoeng, til 15,1 pst.

Dersom en legger historisk oljepris og aksjeavkastning siden 1994 til grunn, viser disse resultatene at Statens pensjonsfond – Utlands samvariasjon med oljeprisen kan reduseres litt ved å ekskludere olje- og gasselskaper fra aksjeporteføljen, men fra et allerede lavt nivå (korrelasjonskoeffisient 0,18 for aksjeporteføljen, jf. tabell 2.6, mens

obligasjonsporteføljens korrelasjon er enda lavere). Den lille reduksjonen i samvariasjon har dessuten en kostnad i form av lavere avkastning og høyere volatilitet.

Reduksjonen i avkastning er relatert til den sterke verdiutviklingen av olje- og gassaksjer, relativt til en bred markedsindeks, en utvikling som skjøt fart i 2003-2004, da oljeprisen ennå var lav (jf. figur 2.13). Økningen i volatilitet, som er bemerkelsesverdig i og med at en sektor med relativt høy volatilitet (18,2 pst.) er ekskludert, skyldes at aksjeporteføljen blir mindre diversifisert når en ekskluderer selskaper innen olje- og gassektoren. Dette viser for øvrig at denne sektoren har hatt svært gunstige diversifiseringsegenskaper, da avkastningen har vært relativt lavt korrelert (0,59) med den globale aksjeporteføljen uten olje- og gassaksjer (FTSE All-World-ex-Oil&Gas).

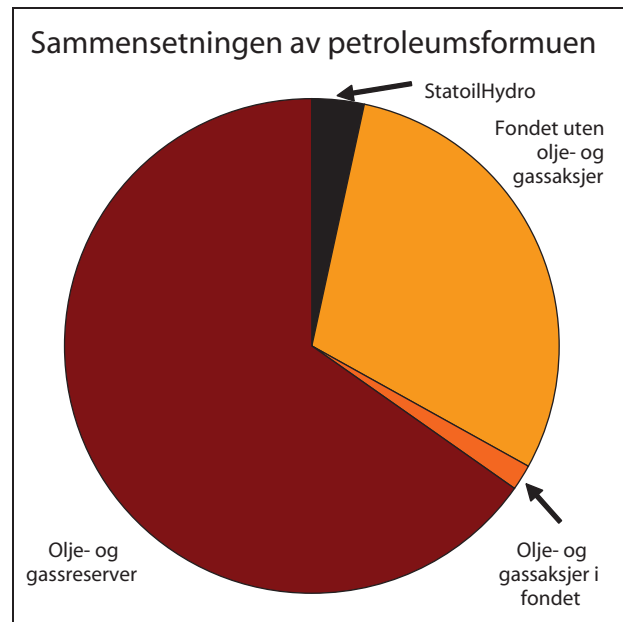
Dersom en i stedet for å se på oljeprisens korrelasjon med aksjeporteføljen i Statens pensjonsfond – Utland beregner oljeprisens korrelasjon med fondet i sin helhet (med 40 pst. obligasjoner), kombinert med verdien av gjenværende norske olje- og gassreserver, viser det seg at effekten av å ekskludere aksjer i olje- og gassektoren blir enda mindre. For å forenkle denne analysen gjøres antakelsen om at denne «petroleumsformuen» består av 50 pst. finansiell kapital (Statens pensjonsfond – Utland) og 50 pst. olje- og gassreserver. En får da at korrelasjonen mellom månedlig variasjon av oljepris og verdien av petroleumsformuen er svært høy (0,97). Når så aksjer i olje- og gassektoren ekskluderes fra fondet, er effekten på denne korrelasjonen knapt målbar (korrelasjonen faller fra 0,972 til 0,970).

I virkeligheten utgjør imidlertid gjenværende olje- og gassreserver en enda større andel av en slik definert petroleumsformue, og i tillegg kommer verdien av statens eierskap i StatoilHydro, slik at virkningen av å ekskludere olje- og gassektoren fra fondets aksjeportefølje blir enda mindre.

Tabell 2.6 Avkastning, risiko (volatilitet) og korrelasjon med oljepris for globale aksjeindekser med og uten olje- og gassektoren siden 1994 (lokal valuta)

	FTSE All-World	FTSE All-World-ex- Oil&gas
Korrel. med oljepris	0,18	0,14
Avkastning (pst.)	4,9	4,2
Standardavvik (pst.)	14,8	15,1

Kilde: Datastream



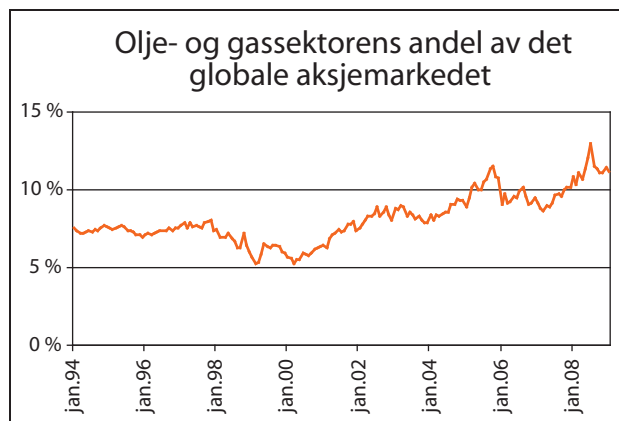
Figur 2.14 Sammensetningen av statens petroleumsformue (definert som summen av nåverdien av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, statens eierskap i StatoilHydro og Statens pensjonsfond – Utland)

Kilde: Finansdepartementet

Figur 2.14 illustrerer sammensetningen av denne petroleumsformuen, hvor det framgår at verdien av fondets aksjer i olje- og gassektoren utgjør en svært liten andel (1,7 pst.).

Denne analysen gir ikke tungtveiende grunner til å endre dagens investeringsstrategi, som innebærer en bred og veldiversifisert eksponering mot verdens aksje- og obligasjonsmarkeder, på tvers av land og sektorer. Strategien bygger på prinsippet om at vekten av selskaper eller sektorer innenfor de tre regionene (Europa, Amerika og Asia/Oseania) er bestemt av deres markedsverdi. Til grunn for dette prinsippet ligger en hypotese om at prisingen av verdipapirer i utviklede markeder er relativt effisient over tid, jf. tidligere omtale i kapitlet. Å utelukke aksjer innen olje- og gassektoren ville representere et brudd med denne strategien, ikke minst fordi denne sektoren nå representerer en betydelig andel av aksjemarkedenes kapitalisering. Figur 2.15 illustrerer at olje- og gassektorens andel av den bredt sammensatte FTSE All-World indeksen har vært stigende, og er nå vel 11 pst.

Motstykket til en utelukkelse av en så stor del av aksjemarkedet ville vært en betydelig oppvektning av øvrige sektorer (hvor finanssektoren fortsatt er den største sektoren, selv om andelen had-



Figur 2.15 Olje- og gassektorens andel av den bredt sammensatte globale aksjeindeksen FTSE All-World

Kilde: Datastream

de falt til om lag 20 pst. ved utgangen av 2008). En ville oppnå en noe mindre eksponering overfor oljepris, men en desto større eksponering overfor andre sektorer og risikofaktorer.

Det finnes også mer kvalitative argumenter for å videreføre dagens investeringsstrategi. Flere oljeselskaper er for eksempel aktive innen forskning

og utvikling av fornybar energi, som er en sektor i sterk vekst. Langsiktig eierskap i disse selskapene gir eksponering også mot disse sektorene.

Det mer grunnleggende spørsmålet om hvordan staten håndterer oljeprisrisikoen er imidlertid et spørsmål som primært besvares gjennom forvaltningen av petroleumsressursene. De viktigste parametrene her er strategien for utvinning og salg av olje- og gassressurser, skattesystemet, statens eierskap i petroleumssektoren, samt de finanspolitiske retningslinjene for bruk av petroleumsinntekter. Ved en god politikk på disse områdene bidrar man til en stabil og bærekraftig realøkonomisk utvikling på lang sikt, og unngår dermed de fallgruver som så mange petroleumsproduserende land har falt i. Ved å plassere de løpende inntektene fra utvinning av olje og gass i Statens pensjonsfond, og begrense uttakene fra fondet i tråd med handlingsregelen for finanspolitikken, oppnås over tid en viktig reduksjon av Norges eksponering overfor oljeprisrisiko. Gjennom Statens pensjonsfond bygger man opp finansielle reserver til å møte morgendagens utfordringer i takt med at petroleumsreservene utvinnes.

3 Rapportering om arbeidet med etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond i 2008

3.1 Innledning

Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge er underlagt etiske retningslinjer. Finansdepartementet fastsatte etiske retningslinjer for utenlandsdelen av fondet 19. november 2004, basert på en utredning og forslag fra det regjeringsoppnevnte Graver-utvalget (NOU 2003: 22). Samme år etablerte Folketrygdfondets styre etiske retningslinjer for forvaltningen av innenlandsdelen av fondet. Retningslinjene for de to delene av Statens pensjonsfond kan i stor grad sies å bygge på en felles etisk plattform. Samtidig er virkemidlene noe forskjellige i lys av ulikheter knyttet til blant annet fondenes størrelse og investeringsstrategi.

Statens pensjonsfond – Utland er i sin helhet plassert i verdipapirer i utlandet. Fondets investeringsstrategi er nedfelt i en referanseportefølje satt sammen av brede aksje- og obligasjonsindekser. Fondet hadde ved utgangen av 2008 aksjeinvesteringer i om lag 7 900 selskaper. Norges Banks gjennomsnittlige eierandel i selskapene er knapt 0,8 pst. Virkemidlene i integreringen av etiske hensyn er tilpasset denne strategien. Dagens etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utland angir eierskapsutøvelse og utelukkelse av selskaper som virkemidler for å fremme fondets finansielle interesser og etiske forpliktelser, se nærmere omtale i avsnitt 3.2.

Statens pensjonsfond – Norge er i hovedsak investert innenlands. Referanseindeksen for fondets aksjeinvesteringer består av Oslo Børs hovedindeks og den nordiske aksjeindeksen VINX Benchmark. Fondet hadde ved utgangen av 2008 eierandeler i totalt 51 selskaper notert på Oslo Børs og 123 selskaper i Danmark, Finland og Sverige. Folketrygdfondets gjennomsnittlige eierandel i norske selskaper er om lag 6,1 pst. Gjennomsnittlig eierandel i øvrige nordiske selskaper er på rundt 0,25 pst.

I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge legger Folketrygdfondet vekt på positiv utvelgelse av de selskapene midlene skal investeres i, og deretter utøvelse av eierrettigheter i de samme

selskapene. Dette må ses i sammenheng med at investeringsuniverset er oversiktlig og består av et relativt begrenset antall selskaper.

I dette kapitlet rapporterer departementet om hovedpunktene i arbeidet med de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond i 2008. Resultatene av evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland er omtalt i kapittel 4.

Eierskapsutøvelse

Grunnprinsippene for eierskapsutøvelsen er de samme for Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge, jf. boks 3.1. Norges Bank og Folketrygdfondet har nedfelt egne prinsipper for utøvelsen av eierrettigheter basert på disse grunnprinsippene. Eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet er nærmere omtalt i avsnitt 3.2.

Utelukkelse av selskaper

Etter de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland skal selskaper utelukkес fra fondets investeringsunivers dersom de har en produksjon eller en virksomhet som innebærer en uakseptabelt høy risiko for at fondet medvirker til grovt uetisk aktivitet. Finansdepartementet har siden 2002 utelukket 32 selskaper etter kriteriene i de etiske retningslinjene, på bakgrunn av tilrådinger fra Etikkrådet. Grunnlaget for utelukkelse av selskaper er beskrevet nærmere i boks 3.3 nedenfor.

3.2 Rapportering om eierskapsarbeidet

3.2.1 Eierskapsarbeidet i Norges Bank

Norges Banks eierskapsutøvelse bygger på grunnprinsippene som er nedfelt i de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland. Disse grunnprinsippene har en svært overordnet

Boks 3.1 Grunnprinsipper for utøvelse av eierskap

Utøvelse av eierrettigheter som del av forvaltningen av Statens pensjonsfond er basert på FNs Global Compact, OECDs prinsipper for eierstyring (Corporate Governance Guidelines) og OECDs prinsipper for flernasjonale selskaper (Guidelines for Multinational Enterprises). Med utgangspunkt i disse internasjonalt baserte prinsippene har Norges Bank og Folketrygdfondet utarbeidet egne retningslinjer for sin utøvelse av eierrettigheter. Både Norges Bank og Folketrygdfondet er medlemmer av FNs Principles for Responsible Investment (PRI), og rapporterer til PRIs sekretariat årlig om sin etterlevelse av prinsippene.

FNs Global Compact

FNs Global Compact gir anvisning på i alt 10 overordnede prinsipper utledet fra Verdenserklæringen om menneskerettigheter, ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet og 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 dem, opprettholde organisasjonsfrihet og kollektiv forhandlingsrett, samt fjerne alle former for tvangsarbeid, barnarbeid og diskriminering i arbeidslivet, støtte føre-var-prinsippet i miljøspørsmål, samt fremme større miljøansvar og utvikling og utbredelse av miljøvennlige teknologier, motarbeide alle former for korrupsjon, herunder utpressing og bestikkelser.

4 700 selskaper og organisasjoner i over 130 land har sluttet seg til FNs Global Compact. Medlemmene er oppfordret til å rapportere årlig om hvordan de oppfyller prinsippene.

OECD Principles of Corporate Governance

Disse prinsippene er svært omfattende og omhandler i hovedsak grunnlaget for effektiv eierstyring og selskapsledelse ("corporate governance"), aksjonærenes rettigheter og nøk-

kelfunksjoner i eierskap, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer, åpenhet og innsyn, og styrets ansvar og forpliktelser.

OECD Guidelines for Multinational Enterprises

Disse retningslinjene er frivillige prinsipper og standarder for ansvarlig forretningsførsel på ulike områder, i samsvar med gjeldende lover for multinasjonale selskaper. OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er det eneste multilateralt anerkjente og detaljerte regelverket som regjeringer er forpliktet til å fremme. De inneholder anbefalinger om blant annet offentliggjøring av opplysninger om virksomheten, arbeidsmiljø og arbeidstakerrettigheter, miljøvern, korrupsjonsbekjempelse, forbrukerinteresser, bruk av vitenskap og teknologi, konkurranse, samt skatteansvar.

FNs Principles for Responsible Investment

FNs prinsipper for ansvarlige investeringer er et initiativ fra United Nations Environment Programme Finance Initiative og FNs Global Compact. Initiativet er rettet mot kapitaleiere, kapitalforvaltere og deres profesjonelle servicepartnere, som alle oppfordres til å signere prinsippene. Prinsippene kan bidra til å bevisstgjøre finansmarkedene på områder det er viktig å ivareta som et ledd i arbeidet med å sikre en betryggende, langsiktig verdiskaping i næringslivet. Prinsippene omhandler forhold knyttet til å være en ansvarlig og aktiv eier gjennom å integrere hensyn til miljø, sosiale forhold og selskapsstyring (Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) issues) i forvaltningsarbeidet og i eierskapsutøvelsen. En slik integrering vil også få følger for hvilken type informasjon investor ber om å få fra selskaper og hva selskapene forventes å rapportere om. Medlemmene av PRI pålegges en plikt til å rapportere om egen etterlevelse av prinsippene på årlig basis.

karakter, og stiller generelle krav til innholdet i eierskapsutøvelsen gjennom en henvisning til FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierstyring og flernasjonale selskaper, jf. boks 3.1. Eierskapsarbeidet tar utgangspunkt i et dokument som er vedtatt av Norges Bank: «*Prinsipper for eierskapsutøvelse og ivaretagelse av finansielle verdier*». Bankens prinsipper innebærer at det stilles en rekke krav til ansvarlig forretningsførsel og åpenhet i selskapene fondet er investert i. Videre medfører de at det stilles krav til selskapenes styringsform og struktur, samt til langsiktig bærekraft ved at selskapene må ta hensyn til virkninger av egne aktiviteter på miljøet og samfunnet for øvrig.

Norges Bank har bidratt i utviklingen av de FN-initierte "Principles for Responsible Investment" (PRI). Dette utgjør en viktig internasjonal plattform rettet spesielt mot investorrollen. Banken legger disse prinsippene til grunn for eierskapsutøvelsen og samhandlingen med andre investorer. Prinsippene er nærmere omtalt i boks 3.1.

Norges Bank har brukt betydelige ressurser på å etablere en solid og målrettet eierskapsaktivitet. Banken har som mål å bli anerkjent som en av verdens mest framtreddende og seriøse utøvere av eierskap.

Formålet med eierskapsutøvelsen er å sikre og bygge finansielle verdier for framtidige generasjoner ved å bidra til god selskapsstyring og ved å etterstrebe høye etiske, samfunnsmessige og miljømessige normer i selskapene. Norges Bank bruker sin posisjon som aksjonær blant annet til å ta opp temaer som angår tradisjonelle aksjonærrettigheter som aksjonærenes rett til likebehandling og innflytelse. Samtidig legger banken vekt på temaer som påvirker utviklingen og rammebetingelsene for selskapenes innsatsfaktorer. Dette gjelder både menneskelige ressurser som framtidig arbeidskraft, og naturgitte ressurser som tilgang til rent vann og ren luft.

Norges Banks virkemidler i eierskapsarbeidet er knyttet til eierposisjonen de har i mange ulike selskaper. En aksjonærs primære måte å gi uttrykk for sitt syn på, er gjennom å stemme på generalforsamlinger. I 2008 stemte Norges Bank på 7 871 generalforsamlinger i nær 70 000 enkeltsaker. Fra og med 2007 har Norges Bank offentliggjort stemmegivningen i hver enkelt sak. Banken har videre etablert egne prinsipper for stemmegivningen. Norges Bank arbeider aktivt for å bidra til mer effektive prosesser for global stemmegivning, og har som mål å stemme på alle generalforsamlingene i selskapene fondet har eierandeler i.

Andre virkemidler Norges Bank benytter seg av er dialog med enkeltstående selskaper, samarbeid med andre investorer, deltakelse i internasjonale nettverk og organisasjoner, innspill til regulerende myndigheter, forskning og offentlig kommunikasjon av standpunkter og forventninger.

Ved valget mellom flere virkemidler ser Norges Bank blant annet hen til hva som gir best mulighet for gjennomslag sett i forhold til ressursbruken. Noen ganger kan det gi mest mening å forsøke å påvirke innholdet i reguleringer, fordi disse vil få gjennomslag for alle selskaper i samme segment. Andre ganger kan endring oppnås gjennom dialog med ett eller flere selskaper. Denne formen for aktivitet har økt.

Banken har prioritert noen utvalgte satsingsområder som anses vesentlige for å fremme fondets interesser som investor, og der det er en nær sammenheng mellom etikk og langsiktig finansiell avkastning. Disse satsingsområdene anses relevante for investorer generelt, og fondets portefølje spesielt. Satsingsområdene er også godt egnet for dialog med selskaper og regulerende myndigheter, noe som øker muligheten for gjennomslag i de enkelte saker.

Satsingsområder

Norges Bank har valgt ut tre hovedfokusområder i eierskapsarbeidet; temaer innenfor tradisjonell selskapsstyring, barn og barns rettigheter, og selskapers håndtering av de eksterne virkningene av sin virksomhet og av de naturgitte ressursene som inngår i verdikjeden, herunder spørsmål relatert til langsiktige miljøforandringer.

Selskapsstyring

God selskapsstyring er viktig for å sikre fondets avkastning over tid, og nødvendig for å sikre at eierne oppnår reell innflytelse og dialog med selskapene. Det utgjør også en forutsetning for arbeidet med sosiale og miljørelaterte spørsmål.

Norges Bank har som mål å oppnå en rettferdig økonomisk behandling av alle aksjonærer og søker å utøve innflytelse over de som er valgt til å lede selskapet på aksjonærenes vegne. For å nå dette målet arbeider banken langs to akser: dels rettet inn mot standardsettere og organisasjoner for å påvirke rammer og regelverk for kapitalmarkedene, og dels rettet inn mot selskapene og deres atferd og strategi.

Ettersom Norges Bank ønsker en investorprofil som gir langsiktig innflytelse, fokuserer ban-

ken på selskapets tillit i markedet og styrets rolle, rutiner og ansvar. Ved utgangen av 2008 hadde Norges Bank etablert eller videreført kontakt med 16 selskaper om spørsmål knyttet til god selskapsstyring og aksjonærrettigheter. Et sentralt tema banken har tatt opp med mange selskaper er styrets uavhengighet. Dette gjelder styreformannen selv, sentrale styrekomiteer samt at man forventer at flertallet av styremedlemmene er uavhengige av dominerende eiere eller selskapets daglige ledelse. I tillegg har stemmerett og transparens i selskapsinformasjon vært tema med noen av selskapene.

I sin stemmegivning på temaer relatert til selskapsstyring har Norges Bank i løpet av 2008 i stor grad støttet forslagene framsatt av ledelsen i selskapene. I 11 pst. av tilfellene fant man det imidlertid riktig å stemme imot slike forslag. Norges Bank har stemt imot kandidater til styret dersom styret som kollegium ikke tilfredsstiller bankens forventninger om tilstrekkelig uavhengighet fra selskapets ledelse eller dominerende eiere. Videre har banken stemt imot lederlønnsordninger hvor det ikke er forutsatt en klar sammenheng mellom prestasjon og avlønning.

I 2008 bidro Norges Bank, sammen med andre investorer med informasjon og erfaring fra sin forvalterposisjon, inn mot saksforberedelsen til en ny finansmarkedsregulering i Tyskland. Formålet var å unngå en uønsket innskrenkning av investorerens mulighet til konstruktiv dialog vedrørende selskaper. Norges Bank deltok også i en prosess for utarbeiding av en ny internasjonal regnskapsstandard (International Financial Reporting Standards (IFRS)) for industri som driver utvinning av naturressurser (olje, gass og mineraler). Flere har tatt til orde for at den nye regnskapsstandarden skal kreve at selskaper i utvinningsindustrien rapporterer om verdistrømmer som betales til myndigheter på land-til-land basis. Norges Bank har støttet dette. Slike standarder vil kunne forenkle verdsetting av selskapene samt motarbeide korrupsjon. Det vises til nærmere omtale i avsnitt 4.4.

Barnearbeid

Kampen for å sikre barns rettigheter og helse har betydning for den finansielle avkastningen til en investor med en langsiktig horisont. Dette temaet er også nært knyttet til de internasjonale standardene som eierskapsutøvelsen for fondet er basert på. En slik innsats er i seg selv et moralsk tungtveiende hensyn. I mange land er nasjonal lovgiv-

ning, og etterlevelsen av denne, mangelfull når det gjelder barnearbeid og beskyttelse av barns rettigheter. Dette gjør selskapenes tiltak knyttet til barnearbeidsproblematikk særskilt viktige. Barns rettigheter og helse er et tema som i liten grad er tatt opp av investorer tidligere. Samtidig kan den omdømmemessige og økonomiske risikoen ved ikke å sikre barns rettigheter og helse være betydelig.

Norges Bank har utarbeidet et dokument, *“NBIM Investor Expectations on Children’s Rights”*, for å klargjøre overfor selskaper hvilke forventninger banken har som investor relatert til barns rettigheter og barnearbeid spesielt. Dokumentet er basert på FNs konvensjon om barns rettigheter og ILOs konvensjoner som omhandler barnearbeid.

I 2008 har Norges Bank arbeidet målrettet for å implementere dette forventningsdokumentet, både som analyseverktøy og i dialogen med porteføljeselskapene. Selskapene som utgjør målgruppen for strategiområdet barns rettigheter er de selskapene som har virksomhet i sektorer og regioner der det er høy risiko for at barnearbeid forekommer. Over 500 selskaper i produksjon av genmanipulerte frø, kjemikalier, kakao, gruvedrift, jern- og stålindustrien og tekstilindustrien har blitt systematisk analysert opp mot kriteriene i forventningsdokumentet. Arbeidet har i 2008 vært konsentrert rundt fire viktige markeder: India, Brasil, Kina og Vest-Afrika. På bakgrunn av disse analysene har Norges Bank i forbindelse med sin årsrapportering for 2008 gitt ut informasjon om hvordan de ulike sektorene møter bankens forventninger til barnearbeid. Norges Bank legger opp til en ny årlig rapportering videre framover om hvordan ulike sektorer etterlever forventningene på dette området.

Ved utgangen av 2008 var Norges Bank i dialog med 130 selskaper og involvert i 19 selskapsengasjementer vedrørende barnearbeid, risikohåndtering i leverandørkjeden samt styrets kompetanse relatert til spørsmål om barnearbeid. Et engasjement med et selskap vil være langt mer omfattende enn en dialog. En dialog kan være begrenset til at det er opprettet kontakt med selskapet, men uten at det er avholdt møter. Engasjementer med selskaper vil ofte være prosesser som kan strekke seg over flere år og vil ha mer langsiktige målsettinger. Formålet med et engasjement er å formidle Norges Banks forventninger og bistå selskapene i å evaluere og forbedre sine selskapsstyringsprosesser. Norges Bank har blant annet et pågående engasjement med selska-

pet Monsanto relatert til bruk av barnearbeid i bomullsfrøindustrien i India. Dette er nærmere omtalt i avnitt 3.3.2.

Miljø

I tråd med de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland er det naturlig å vurdere den økonomiske betydningen av miljømessig bærekraft for en langsiktig og global investor, ikke minst i lys av trusselen om klimaforandringer. Det er i økende grad vitenskapelig enighet om at kostnadene ved å sette inn effektive tiltak mot global oppvarming vil være lavere enn skadevirkningene for verdens verdiskaping av å fortsette uten flere tiltak enn i dag. Nasjonale og internasjonale regimer for begrensnings av klimagassutslipp, som prising- eller kvotemekanismer og teknologiutvikling, er nødvendige instrumenter for å minske eller fjerne denne trusselen. For å bidra til denne prosessen har Norges Bank valgt å fokusere på selskapenes myndighetskontakt («lobbying») når det gjelder langsiktige klimaforandringer. En slik tilnærming vil kunne ha betydning også for andre miljømessige problemstillinger.

I 2008 har Norges Bank hatt særlig oppmerksomhet mot enkelte selskapers opptreden overfor nasjonal klimaregulering i USA. Norges Bank har i 2008 videreført 7 etablerte engasjementer med amerikanske selskaper og har avholdt totalt 15 møter med selskapene.

Engasjementene har omhandlet hvorvidt eventuelle forslag til reduksjon av klimagasser påvirker selskapenes forretnings- og investeringsstrategi, samt hvilke hovedspørsmål selskapene i sin tur diskuterer med lovgivere. Et lovforslag angående omfattende regulering av klimagasser ble tatt opp i det amerikanske senatet i 2008. I den forbindelse har Norges Banks engasjementer med aktuelle amerikanske selskaper blitt styrket. Bankens målsetting med kontakten har vært å kommunisere sine og andre langsiktige investorers forventninger til selskapene og behovene for en effektiv løsning på klimaproblematikken. Selskapene Norges Bank har vært i dialog med er større aktører innen energisektoren i USA, som det antas har stor påvirkningskraft på amerikansk lovgivning innen området klima og miljø.

Norges Bank har engasjert seg i samarbeid med andre investorer på klimaområdet. I 2008 ble det tatt to viktige initiativer. For det første sluttet Norges Bank seg til det såkalte Carbon Disclosure Project. Carbon Disclosure Project (CDP) er en uavhengig, non-profit organisasjon som har

som formål å samle inn og publisere informasjon om bedrifters utslipp av drivhusgasser, og annen informasjon knyttet til bedrifters håndtering av klimagassproblematikk. Carbon Disclosure Project henvender seg til børsnoterte selskaper og ber dem fylle ut en spørreundersøkelse som blant annet dekker deres utslipp av drivhusgasser, hvordan bedriftene forholder seg til effektene av mulige klimaendringer, og om hva de gjør for å kutte sine utslipp. Det er nå knapt 400 investorer som har signert CDPs informasjonsforespørsel. Resultatene kan gi et kunnskapsgrunnlag for å følge opp selskaper både i eierskapsarbeid og kan også vurderes ved investeringsbeslutninger. Som finansiell, langsiktig investor er pensjonsfondet tjent med at det finnes tilgjengelig informasjon om ulike selskapers klimastrategier.

For det andre deltok Norges Bank i november 2008 i et opprop til statsledere og klimaforhandlere fra mer enn 130 investorer med en samlet forvaltning på USD 6 400 mrd. om at en framtidig klimaavtale må bli sterk og bindende. Oppropet viser til at investorer bryr seg om klimaforandringer fordi de vil ha betydning for den globale økonomien og investorenes investeringer. Basert på vitenskapelige vurderinger er det behov for store globale reduksjoner i utslipp fram til 2050. I oppropet heter det blant annet:

“Private capital is essential to achieving the transformation to a low-carbon economy and for contributing to the delivery of mitigation and adaptation measures. Through the allocation of capital, and by engaging with companies in our portfolios, investors can influence how companies respond to climate change. [...]

A strong global agreement will underpin investor confidence in the direction that regional and national climate policy will take and will support investors in their engagement with companies.”

Oppropet tar til orde for at eksisterende eller planlagte kvotemarkeder fortsetter, og det uttrykkes håp om at verden etter 2012 får et utvidet og mer likvid globalt karbonmarked, med linker mellom kvotemarkeder i ulike regioner mv. Det er også behov for insentiver for å investere i lavkarbonteknologier.

3.2.2 Eierskapsarbeidet i Folketrygdfondet

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter i Statens pensjonsfond – Norge. Retningslinjene bygger på

«Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse» og FNs Global Compact, samt OECDs prinsipper for eierstyring og for flernasjonale selskaper. Folketrygdfondet har i 2008 formelt sluttet seg til og signert de FN-initierte “Principles for Responsible Investment” (PRI). Disse prinsippene er nærmere beskrevet i boks 3.1.

Det overordnede målet med Folketrygdfondets eierskapsutøvelse er å sikre fondets finansielle interesser. For å bidra til å fremme langsiktig verdiskaping, har Folketrygdfondet definert etiske prinsipper for investeringsvirksomheten som en integrert del av retningslinjene for eierskapsutøvelsen.

Sentrale temaer i eierskapsutøvelsen

God eierstyring og selskapsledelse skal ivareta eernes og andre interessenters rettigheter overfor selskapene, samt sikre at styringsmekanismene i selskapene fungerer hensiktsmessig. Viktige prinsipper i Folketrygdfondets eierskapsstyring er:

- Sikre etableringen av et klart verdigrunnlag og etiske retningslinjer
- Sikre likebehandling av aksjonærene
- Sikre aksjonærenes rettigheter og mulighet for eierskapsutøvelse
- Sikre at styrevalg forberedes grundig, relateres til definerte kompetansekrav og forankres hos aksjonærene
- Sikre at det blir etablert kompensasjonsmodeller som er målrettede og forsvarlige, og som ikke forringer aksjonærverdier

I oppfølgingen av de etiske prinsippene legger Folketrygdfondet særlig vekt på å vurdere om selskapet selv, eller gjennom enheter det kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper. Det foretas også vurderinger av om selskapet baserer sin virksomhet på handlinger eller unnløtelser som innebærer krenkelse av menneskerettigheter, barnarbeid, miljøskade, korrupsjon og andre brudd med grunnleggende etiske normer. I disse vurderingene ser Folketrygdfondet blant annet hen til hvilke produkter som framstilles, hvilke produksjonsmetoder som benyttes, hvor produksjonen foregår og selskapets kundeforbindelser, selskapets bedriftskultur og ledelseskultur, selskapets eierstruktur, og selskapets eierinteresser.

Folketrygdfondets styre vedtok i desember 2007 nye etiske prinsipper for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, som bygger på de etiske prinsippene som ble fastsatt i 2004, jf. omtale i St.meld. nr. 16 (2007-2008).

Folketrygdfondet rapporterer årlig om sin utøvelse av eierrettigheter. Rapportene redegjør for hvilke aktiviteter Folketrygdfondet har utført for å ivareta sine eierinteresser, og omfatter blant annet følgende:

- Særskilte saker behandlet på generalforsamlingene
- Aktuelle saker Folketrygdfondet har tatt opp med selskapene
- Antall og type verv ansatte i Folketrygdfondet innehar

For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det som viktig å følge opp selskapenes lederlønspolitikk. Dette innebærer blant annet å vurdere hvorvidt lederlønsordningene 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.

Informasjonsinnhenting og selskapsdialog

For å sikre en mest mulig objektiv og presis vurdering av selskapenes etiske holdninger og handlinger, innhenter Folketrygdfondet informasjon fra blant annet åpne kilder som årsrapporter, media og internett, og informasjon direkte fra selskapene gjennom en spørreundersøkelse i alle norske selskaper fondet har eierinteresser i.

I første fase av vurderingene gjennomgås selskapenes egenrapportering i form av årsrapporter, bærekraftsrapporter, internettsøk mv. Med utgangspunkt i denne informasjonen tilpasser Folketrygdfondet sitt standardiserte spørreskjema til det enkelte selskap, før skjemaet oversendes selskapet til besvarelse. Dette skjemaet omfatter temaer knyttet til selskapets overordnede prinsipper og retningslinjer i etiske spørsmål, ansvarsforhold, kommunikasjon og organisering av etikkarbeidet samt toppledelsens holdninger når det gjelder miljø, menneskerettigheter, korrupsjon og uetisk atferd. God selskapsledelse betraktes som et samspill mellom holdninger, prinsipper og retningslinjer innenfor en ramme av klare ansvarsforhold og styringssystemer. Folketrygdfondet legger derfor særlig vekt på disse tre hovedaspektene i henvendelsene til selskapene.

Høsten 2006 sendte Folketrygdfondet ut spørreskjema til 41 norske selskaper som fondet har eierinteresser i. Folketrygdfondet mottok svar fra 32 av selskapene. Resultatene er nærmere omtalt i Folketrygdfondets eierskapsrapport for 2007. I 2008 tok Folketrygdfondet et nytt initiativ overfor de selska-

pene som ikke besvarte spørreundersøkelsen i 2006, samtidig som spørreskjemaet ble sendt til de selskapene som ikke var i porteføljen høsten 2006. Tre selskaper besvarte henvendelsen fra Folketrygdfondet, men svarene endrer ikke tidligere vurderinger av resultatene av undersøkelsen.

Spørreundersøkelsen og Folketrygdfondets vurderinger av de etiske aspektene ved selskaperes ledelse og praksis viser et gjennomgående positivt bilde av oppmerksomhetsnivå, standarder og praksis hos de selskapene som besvarte undersøkelsen. En vesentlig del av variasjonen i selskaperes svar på de ulike spørsmålene kan tilskrives selskaperes egenart, størrelse og utfordringer. Eksempelvis har selskaper i energisektoren med utstrakt global virksomhet, mer velutviklede standarder og praksis når det gjelder korrupsjon, menneskerettigheter og barnarbeid enn tjenesteytende selskaper innenfor teknologisektoren.

Folketrygdfondet vil følge opp selskaperes videre arbeid og utvikling knyttet til integrering og håndtering av miljø og sosiale forhold, og vil ta initiativ til ytterligere samtaler dersom det skulle oppstå et slikt behov.

Virkemidler

Folketrygdfondets etiske retningslinjer gjelder for hele investeringsporteføljen. Det benyttes imidlertid ulike metoder i oppfølgingen av de ulike delporteføljene.

Folketrygdfondets investeringsfilosofi innebærer at eierskapsutøvelse er det mest hensiktsmessige virkemiddelet for oppfølging av den norske aksjeporteføljen. Dersom det oppstår situasjoner som gir grunnlag for å stille spørsmål ved et selskap fondet er investert i, tas problemstillingen opp med selskapet. På denne måten søkes det å påvirke selskapet til å rette opp uakseptable forhold og handlinger. Renteplasseringer gir ikke samme eierrettigheter og innebærer dermed heller ikke samme eieransvar som aksjeplasseringer. Folketrygdfondet forholder seg likevel både til etiske og andre problemstillinger også når det gjelder renteinvesteringer, og dersom brudd på Folketrygdfondets investeringsprinsipper avdekkes, vil aktuelle tiltak bli vurdert og iverksatt. For norske selskaper hvor det både er aksje- og renteplasseringer, vil slike tiltak omfatte begge plasseringsformer.

For investeringer i nordiske aksjer og rentepapirer, følges de beslutninger Finansdepartementet tar på bakgrunn av anbefalingene fra Etikkrå-

det for Statens pensjonsfond – Utland. Dette betyr at dersom Finansdepartementet beslutter at det er selskaper Statens pensjonsfond – Utland ikke skal investere i, så trekkes de samme selskapene også ut av investeringsuniverset til Statens pensjonsfond – Norge.

Oppfølging av enkelt-selskaper

Folketrygdfondet overvåker kontinuerlig aksje- og renteporteføljen gjennom internettsøk i redaksjonelle kilder verden over. Slik overvåkes mer enn 80 000 redaksjonelle kilder, og over en halv million nyhetsartikler gjennomføres daglig. Søkene er systematisert, og Folketrygdfondet får melding dersom selskaper i porteføljen knyttes til sentrale temaer for etikk som korrupsjon, menneskerettigheter, barnarbeid og miljø. Dette gjør det mulig å følge med på om selskapene etterlever sine egne retningslinjer innen etikkområdet. Tilsvarende overvåking er også etablert for obligasjonsinvesteringene.

Blant saker som fikk stor mediaoppmerksomhet i 2008 var siktelsen av Elteks ledelse for innsiddehandel og Telenors aktiviteter i Bangladesh.

Folketrygdfondet har fulgt opp disse sakene i henhold til de etiske prinsippene for fondet. Selskapene har redegjort for problemstillingene og beskrevet hvilke tiltak de har iverksatt. Folketrygdfondet har foreløpig tatt dette til orientering.

Deltakelse i internasjonale initiativer og samarbeid med andre investorer

Folketrygdfondet har i 2008 formelt sluttet seg til og signert FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (FNs PRI), jf. boks 3.1. Ved å signere FNs prinsipper for ansvarlige investeringer forplikter organisasjonen seg til et «følg eller forklar»-prinsipp. I Folketrygdfondets eierrapport for 2008 er det redegjort for hvordan Folketrygdfondet følger opp FNs prinsipper.

Folketrygdfondet har i 2008 deltatt i et samarbeidsprosjekt sammen med landets største investorer gjennom prosjektet Bærekraftig verdiskaping, som er et uformelt investorsamarbeid for å fremme en bærekraftig utvikling og langsiktig verdiskaping i norske, børsnoterte selskaper. Prosjektets formål er aktivt å påvirke norske børsnoterte selskaper til en bærekraftig utvikling som en viktig forutsetning for en langsiktig verdiskaping. Bærekraftig verdiskaping betyr i denne sammenhengen at selskapene skal skape økonomiske, miljø- og samfunnsmessige verdier. Hensynet til

Tabell 3.1 Oversikt over selskaper som er utelukket fra investeringsmulighetene for Statens pensjonsfond – Utland på grunn av produksjon av visse typer våpen

Produkt	Dato	Selskap
Antipersonell landminer	26. april 2002	Singapore Technologies Engineering
Klasevåpen	31. august 2005	Alliant Techsystems Inc, General Dynamics corporation, L3 Communications Holdings Inc., Lockheed Martin Corp., Raytheon Co., Thales SA
	30. november 2006	Poongsan Corporation
	31. desember 2007	Hanwha Corporation
	31. desember 2008	Textron Inc.
Kjernevåpen	31. desember 2005	BAE Systems Plc, Boeing Co., EADS Co ¹ , EADS Finance BV, Finmeccanica Sp. A., Honeywell International Corp., Northrop Grumman Corp., Safran SA., United Technologies Corp
	31. desember 2007	Gen Corp. Inc. Serco Group Plc.
Salg av våpen og militært materiell til Burma	28. februar 2009	Dongfeng Motor Group Co Ltd.

¹ Selskapet EADS ble først utelukket 31. august 2005 fordi selskapet var involvert i produksjon av klasevåpen. EADS produserer ikke lenger klasevåpen. Imidlertid er selskapet involvert i produksjon av kjernevåpen, og på dette grunnlaget opprettholdt Finansdepartementet utelukkelsen 10. mai 2006.

Kilde: Finansdepartementet.

selskapenes interessenter skal også ivaretas på en ansvarlig måte. God eierstyring og selskapsledelse er et viktig element for å sikre en bærekraftig verdiskaping.

Gjennom prosjektet ble det på vegne av investorene sendt ut en spørreundersøkelse til alle selskaper som er en del av Oslo Børs hovedindeks. Selskapene ble bedt om å besvare spørsmål om hvorvidt selskapet har retningslinjer som omfatter sentrale elementer innenfor en ansvarlig og bærekraftig forretningsdrift, hvem disse retningslinjene gjelder for, hvor de er forankret, implementert og rapportering om etterlevelse. Styrets ansvar for disse områder var også en del av undersøkelsen.

Undersøkelsen viste at det er stor variasjon i hvor langt selskapene er kommet i arbeidet med en ansvarlig og bærekraftig forretningsdrift. Helse, miljø og sikkerhet (HMS) og ansvarlig forretningsdrift er de to områdene som flest selskaper behandler i styret, og hvor flest mener at de har styrerepresentanter med kompetanse på området. HMS er også det området hvor flest selskaper helt eller delvis har styringssystem, kontrollrutiner, setter seg mål, og hvor manglende etterlevelse får effekt på ledelsens avlønning. Menneskerettigheter er det området hvor selskapene samlet oppnår lavest resultat.

Prosjektet Bærekraftig verdiskaping har bidratt til å sette i gang positive prosesser. Flere selskaper som ikke svarte, ga som begrunnelse at de først ville gjøre et grundigere arbeid internt og sa at de vil svare på neste års undersøkelse. Flere av selskapene som opplyste at de ikke har retningslinjer eller oppfølgingsrutiner på plass, svarte at de planlegger forbedring på området.

3.3 Rapportering om arbeidet med utelukkelsesmekanismen for Statens pensjonsfond – Utland

3.3.1 Utelukkelse av selskaper gjennom filtrering og uttrekk

Etter de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland skal ikke fondet foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til grovt uetiske handlinger som er nærmere angitt i de etiske retningslinjene. Retningslinjene for utelukkelse er gjengitt i boks 3.3. Per mars 2009 har Finansdepartementet totalt utelukket 32 selskaper fra investeringsuniverset for Statens pensjonsfond – Utland basert på råd fra Etikkrådet. En oversikt over disse selskapene er gitt i tabell 3.1 og 3.2.

Tabell 3.2 Selskaper som er utelukket fra investeringsmulighetene for Statens pensjonsfond – Utland basert på atferd

Aktivitet som innebærer medvirkning til:	Dato	Selskap
«grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene...»	31. mai 2006	Wal-Mart Stores Inc. og Wal-Mart de Mexico SA de CV
«alvorlig miljøskade»	31. mai 2006	Freeport McMoRan Copper & Gold Inc.
	31. mars 2007	DRD Gold Ltd.
	31. oktober 2007	Vedanta Resources Plc., Sterlite Industries Ltd. Madras Aluminium Company
	30. juni 2008	Rio Tinto Ltd. og Rio Tinto Plc.
	30. november 2008	Barrick Gold Corp

Kilde: Finansdepartementet.

Boks 3.2 Kriterier for utelukkelse fra Statens pensjonsfond – Utland

Filtrering

Selskaper skal utelukkes fra Statens pensjonsfond – Utland dersom de:

- produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper eller
- selger våpen eller militært materiell til stater nevnt i punkt 3.2 i de utfyllende retningslinjene for forvaltningen av fondet, per i dag Burma.

I Revidert nasjonalbudsjett 2004 er det gitt en uttømmende liste over våpen som per i dag vil inngå i filtreringskriteriene: kjemiske våpen, biologiske våpen, antipersonellminer, udetekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, klasevåpen og kjernevåpen. Fondet skal ikke investere i selskaper som utvikler eller produserer sentrale komponenter til denne typen våpen.

I St.meld. nr. 16 (2007–2008) la Regjeringen opp til at Statens pensjonsfond – Utland ikke skal investere i selskaper som selger våpen og våpenteknologi til regimer som står oppført på listen over de lands statsobligasjoner fondet er avskåret fra å investere i. Dette betyr at fondet ikke skal investere i selskaper som selger våpen til Burma.

Finansdepartementet har utelukket 22 selskaper fra fondet etter filtreringskriteriene. Ett av disse selskapene selger militært materiell til Burma.

Uttrekk

Selskaper skal utelukkes fra fondet på grunn av handlinger eller unnlater som innebærer en uakseptabel risiko for at fondet gjennom sin investering medvirker til:

- Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid og annen utbytting av barn
- Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- Alvorlig miljøskade
- Grov korrupsjon
- Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

Det er utelukket 10 selskaper fra Statens pensjonsfond – Utland for å unngå en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til henholdsvis grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene og alvorlig miljøskade.

Etikkrådet for Statens pensjonsfond – Utland gir tilråding om filtrering og uttrekk, mens det er Finansdepartementet som beslutter om et selskap skal utelukkes. Finansdepartementet baserer sin beslutning blant annet på rådets vurdering, men vil normalt også innhente Norges Banks vurdering av om banken gjennom sin eierskapsutøvelse kan redusere risikoen for grovt uetiske forhold.

Etikkrådet tar opp saker på eget initiativ eller etter anmodning fra Finansdepartementet. Når Finansdepartementet ber om vurdering av en bestemt sak, vil rådet alltid avgi en tilråding for eller imot å utelukke selskapet. I saker som rådet selv tar opp til vurdering, vil det som hovedregel bare bli avgitt tilråding til Finansdepartementet dersom rådet finner grunnlag for å anbefale at selskapet utelukkes fra fondet.

Etikkrådet har fem medlemmer og et eget sekretariat på syv personer. Sekretariatet overvåker selskaper og utreder og forbereder saker for rådet.

Nærmere om filtrering

I Revidert nasjonalbudsjett 2004 er det listet opp hvilke typer våpen fondet ikke skal medvirke til produksjon av. Dette omfatter våpen som er forbudt i henhold til folkeretten og kjernevåpen. Den tekniske definisjonen av klasevåpen i konvensjonen som ble framforhandlet i 2008, er på enkelte punkter noe strengere enn definisjonen Etikkrådet opprinnelig la til grunn i sin vurdering av klasevåpen. Etikkrådet besluttet å legge konvensjonens definisjon til grunn, og dette har så langt ført til at ytterligere ett selskap er utelukket på grunnlag av produksjon av klasevåpen.

I 2008 ble filtreringskriteriene dessuten utvidet, slik at selskaper skal utelukkes om de selger våpen og militært materiell til stater som står oppført på listen over land hvis statsobligasjoner fondet er avskåret fra å investere i. Dette innebærer for øyeblikket at fondet ikke skal investere i selskaper som selger slike produkter til Burma. Dette har så langt ført til at ett selskap er utelukket fra fondet.

To eksterne konsultantselskaper gjennomgår fondets portefølje for Etikkrådet hvert kvartal og rapporterer om selskaper som kan ha virksomhet i strid med filtreringskriteriene. I tillegg har rådet i samarbeid med andre investorer engasjert firmaet Jane's Strategic Advisory Services til å kartlegge selskaper som produserer klasevåpen. Når rådet finner det sannsynlig at et selskap produserer våpen som gir grunnlag for filtrering, blir selskapet

kontaktet og bedt om å kommentere rådets vurdering. Hvis selskapet bekrefter rådets opplysninger, avgir rådet en tilråding om å utelukke selskapet. Selskaper som ikke besvarer henvendelsen, blir anbefalt utelukket hvis rådets dokumentasjon viser at selskapet med stor sannsynlighet produserer våpen som er i strid med filtreringskriteriene.

Denne prosedyren gir en rimelig grad av sikkerhet for at selskaper som produserer våpen i strid med filtreringskriteriene blir utelukket fra fondet. Det kan likevel ikke garanteres at alle selskaper til enhver tid blir fanget opp av rådets overvåkingssystem.

Nærmere om utelukkelse på bakgrunn av atferd

Mens filtrering gjelder selskapenes produkter, gjelder uttrekk selskapenes produksjonsmetoder og atferd. Rådet gjennomfører egne undersøkelser for å identifisere selskaper hvor det kan foreligge brudd på menneskerettigheter, miljøskade, korrupsjon eller andre brudd på etiske normer.

Etikkrådet har engasjert et konsultantselskap som gjennomfører daglige, internettbaserte nyhetssøk på samtlige selskaper i porteføljen. Konsulenten sender hver måned en rapport med oversikt over selskaper som kan knyttes til alvorlig miljøskade, medvirkning til menneskerettighetsbrudd, korrupsjon eller andre normbrudd. Denne rapporten fanger gjerne opp 30-40 selskaper i måneden. Flertallet av Etikkrådets utredninger settes i gang som følge av slike rapporter. Etikkrådet mottar også henvendelser fra personer eller organisasjoner som ber rådet om å vurdere temaer eller enkelt-selskaper. Rådet følger også på eget initiativ med på selskaper eller sektorer, særlig hvis det oppstår en situasjon som tilsier at rådet viser en særlig årvåkenhet.

I utvelgelsen av saker vil Etikkrådet blant annet legge vekt på hvor grovt normbruddet er, om et selskap beskyldes for flere uetiske forhold, om det er sannsynlig at atferden 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 antas å ville fortsette framover. Ofte beskyldes flere selskaper for liknende normbrudd i månedsrapportene. For å identifisere de alvorligste normbruddene forsøker Etikkrådet å se slike saker i sammenheng. I enkelte tilfeller gjennomgår også Etikkrådet hele sektorer i porteføljen.

I de videre undersøkelsene av et selskap er det flere forhold som vektlegges. Alvorligheten i

normbruddet vurderes på nytt, likeledes om det er systematisk, og om det rapporteres om normbrudd i flere av selskapets operasjoner. Det gjøres også en vurdering av hvor grovt normbruddet er i forhold til atferd i andre selskaper med samme type virksomhet, i forhold til andre selskaper i landet eller i regionen. Det er avgjørende at normbruddene kan dokumenteres og at anklagene mot selskapet kan underbygges med fakta. Videre må det være en uakseptabel risiko for at normbruddene vil fortsette i framtiden. I mange tilfeller viser nærmere utredninger at anklagene er mindre alvorlige enn først antatt, at det er gamle hendelser som rapporteres på nytt, eller at selskapet har satt i verk tiltak for å forbedre situasjonen. I slike tilfeller går ikke rådet videre med saken før det eventuelt foreligger ny informasjon som tilsier at selskapet bør vurderes på nytt.

Finansdepartementet ber i enkelte tilfeller rådet om å se på enkeltelskaper. Rådet avgir alltid en tilråding i disse sakene, også når rådet ikke tilrår å utelukke et selskap.

Ofte er det behov for utfyllende informasjon for å belyse saker utover det som finnes i offentlig tilgjengelige kilder. I dette arbeidet benytter Etikkrådet konsulentselskaper, forskningsmiljøer og frivillige organisasjoner, ofte i det landet der de påståtte normbrudd finner sted. Dette kan omfatte feltarbeid og vurderinger av selskapers dokumentasjon. Rådet legger stor vekt på å sikre kvalitet og konfidensialitet i dette arbeidet.

I samsvar med retningslinjene blir selskap som Etikkrådet mener bør utelukkes, kontaktet og bedt om å kommentere grunnlaget som anbefalingen om utelukkelse bygger på. Selskapene kan også bli bedt om å besvare konkrete spørsmål. Etikkrådet legger vekt på å beskrive grunnlaget for tilråding om utelukkelse i detalj, og å gi grundig dokumentasjon. Framsatte påstander underbygges med konkrete kildehenvisninger, ofte fra flere kilder. I henvendelser til selskapene informeres det også om de etiske retningslinjene og at vedkommende selskap vurderes utelukket på bakgrunn av disse. Selskapene bes om å svare innen en viss tid. Rådets sekretariat har i flere saker hatt møter med selskaper som har ønsket å gi ytterligere informasjon.

Etikkrådet vurderer rutinemessig om grunnlaget for å utelukke et selskap fortsatt er til stede og kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale Finansdepartementet at en beslutning om utelukkelse skal oppheves.

Det er neppe mulig å fange opp alle selskaper som til enhver tid medvirker til grove normbrudd

verden over. Det er heller ikke slik at man kan gjennomføre umiddelbare uttrekk basert på eksempelvis medieoppslag, selv om disse er både alvorlige og troverdige. En viktig styrke ved de etiske retningslinjene ligger i at de implementeres på en forutsigbar og troverdig måte over tid. Dette innebærer at Etikkrådet må få tilstrekkelig tid til å gjennomføre prosesser og vurderinger i aktuelle saker, herunder at selskapene må få mulighet til å gi sin versjon av saken, eller til å iverksette nødvendige tiltak. Bare ved en slik grundig behandling vil de etiske retningslinjene kunne få tyngde og gjennomslag også hos andre investorer, og slik få betydning utover den direkte effekten på fondets egne investeringer.

Som følge av at alle landene i indeksleverandøren FTSEs verdensindeks i 2008 ble inkludert i referanseindeksen, har fondets investeringer i framvoksende markeder økt. Antallet selskaper i porteføljen økte med om lag 800 selskaper det siste året. Etikkrådet har opplyst at erfaringene så langt tyder på at det er mindre tilgjengelig informasjon om selskaper med hovedsete i disse markedene. For å øke tilfanget av opplysninger om selskaper i framvoksende markeder vil Etikkrådet innhente informasjon basert på særskilte regionale nyhetssøk. Utvidelsen av porteføljen utgjør likevel en utfordring for rådet. I flere av landene som nå er inkludert i referanseporteføljen, er muligheten for å innhente informasjon begrenset. Det kan bli svært krevende å innhente konkret og pålitelig dokumentasjon fra land som ikke praktiserer åpenhet i offentlig forvaltning eller der det kan være ulovlig eller farlig å spre informasjon om selskapers virksomhet.

3.3.2 Finansdepartementets behandling av saker som ikke leder til uttrekk

Departementet har hatt to saker til behandling i perioden 2006 – 2008 som tar utgangspunkt i tilråding om uttrekk fra Etikkrådet, men hvor en har konkludert med at uttrekk ikke er det mest egnede virkemiddelet. Sakene ble gjort offentlig kjent henholdsvis i september 2008 og mars 2009.

Departementet så under sin behandling av disse sakene at det å utelukke selskapene var et mindre egnet virkemiddel ut fra en vurdering av at andre virkemidler kunne ha en mer positiv effekt. Sakene illustrerer også et generelt behov for å ha et bredere sett av virkemidler til rådighet, blant annet i saker der vurderingen av risiko for framtidige normbrudd er særlig vanskelig. For å løse disse sakene slik departementet har gjort, jf. om-

tale under, har en basert seg på formålsvurderinger og hensiktsmessighetsbetraktninger som kan sies å være i tråd med intensjonen bak dagens regelverk. Samtidig er det behov for å nedfelle klare regler for behandlingen av liknende saker i framtiden, slik at systemet er mest mulig åpent, forståelig og forutsigbart.

Departementet foreslår endringer i dagens etiske retningslinjer som ivaretar disse behovene. Dette er også i tråd med flere av høringsinnspillene departementet har mottatt som ledd i evalueringen av de etiske retningslinjene, se nærmere omtale i kapittel 4. Reglene som i dag er nedfelt i de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland, sammen med forslag til regler som endrer og supplerer disse retningslinjene, vil bli innarbeidet i en ny forskrift for forvaltningen av fondet. Forskriften samler alt rammeverk for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i ett dokument, jf. nærmere omtale i kapittel 6. I kapittel 4 omtales resultatene av evalueringen og forslag til endringer i dagens etiske retningslinjer.

Sak om barnearbeid

I november 2006 ga Etikkrådet Finansdepartementet tilråding om å utelukke selskapet Monsanto Co. fra Statens pensjonsfond – Utlands investeringsunivers. Rådet var basert på en vurdering av at det på dette tidspunktet forelå en uakseptabel risiko for medvirkning til de verste former for barnearbeid gjennom at fondet har eierandeler i selskapet. I lys av innspill fra Norges Bank våren 2007, besluttet Finansdepartementet at det ville være hensiktsmessig å prøve ut eierskapsutøvelse i en begrenset periode for å se om dette kunne redusere risikoen for medvirkning til grovt uetisk aktivitet.

På bakgrunn av nye vurderinger av Monsanto-saken fra både Etikkrådet og Norges Bank våren 2008, la departementet til grunn at det har skjedd forbedringer og at Norges Banks fortsatte eierskapsutøvelse i Monsanto vil være et viktig bidrag til videre bedring av forholdene. Departementet besluttet derfor at en skulle beholde eierposten i selskapet og at Norges Bank som aktiv eier fortsetter samarbeidet med Monsanto for å bekjempe grove former for barnearbeid.

Norges Bank rapporterte om planer for og deretter resultater av eierskapsutøvelsen gjennom møter og korrespondanse med Finansdepartementet i løpet av 2007 og første halvdel av 2008. I kontakten med Monsanto har banken lagt vekt på at det skal skje en konstant forbedring i forholdene for barn i selskapets virksomhet.

Parallelt med dialogen med Monsanto, har Norges Bank tatt initiativ til et samarbeid mellom flere flernasjonale selskaper innen bomulls- og grønnsaksfrøproduksjon. Målet er å bidra til at det blir etablert en felles standard for håndtering av barnearbeid innenfor sektoren, ikke bare hos ett enkelt selskap. Norges Bank anser at en felles standard for de flernasjonale selskapene er det mest effektive virkemiddelet for å få til fortsatte forbedringer. De anser videre at Norges Bank som investor er i en unik posisjon til å tilrettelegge en slik prosess. Det ble gjennomført et første møte mellom flere selskaper, inkludert Monsanto Co., i juni 2008.

Etikkrådet gjennomførte på sin side egne undersøkelser av situasjonen i ulike ledd i Monsanto's bomullsfrøproduksjon i India i perioden etter at rådets første tilråding ble avgitt og fram til våren 2008. Rådet var kjent med det arbeidet banken gjorde og tok dette i betraktning i sin endelige anbefaling til departementet om at en bør beholde eierskapet i selskapet. Etikkrådet anså at en isolert sett fortsatt har en situasjon som må karakteriseres som «de verste former for barnearbeid», og dermed en situasjon som i utgangspunktet kvalifiserer for utelukkelse av selskapet fra fondets investeringsunivers. Samtidig anså Etikkrådet at Monsanto hadde oppnådd betydelige forbedringer, særlig innenfor enkelte geografiske områder, når det gjaldt å redusere omfanget av bruken av barnearbeid. Videre har Etikkrådet uttalt at Norges Banks fortsatte eierskapsutøvelse overfor Monsanto, og dermed også opprettholdelsen av investeringen i selskapet, ser ut til å være en nødvendig betingelse for at forholdene faktisk skal bedre seg.

Denne saken er kompleks og illustrerer utfordringen en finansiell investor med en etisk profil står overfor når det gjelder et tema som er så tett sammenvevd med sosiokulturelle forhold som barnearbeid. Det er neppe mulig å bevise at man som investor tjener på at selskapene slutter å bruke barnearbeidere, i hvert fall på kort sikt. Samtidig er det lite tilfredsstillende – når man først kjenner til en så alvorlig situasjon vi her snakker om – å selge andelene i selskapet. De som kjøper andelene bryr seg kanskje enda mindre om at barn arbeider og hvordan de behandles.

Departementet ser det totalt sett som riktig at man anla et noe lengre tidsperspektiv i denne saken og åpnet for muligheten til å påvirke selskapet i en positiv retning. Det er også viktig at de selskapene man kommuniserer med gjennom eierskapsutøvelse og andre virkemidler, herunder

uttrekk, opplever at regelverket er forutsigbart. Norges Bank har utviklet et forventningsdokument relatert til barnearbeidsstrategien, jf. beskrivelsen i avsnitt 3.2.1. Dette bidrar til å øke forutsigbarheten for selskaper fondet er investert i.

Både Norges Bank og Etikkrådet vil følge den videre utviklingen i Monsanto og deres virksomhet i India nøye framover.

Sak om korrupsjon

Den 15. november 2007 tilrådte Etikkrådet Finansdepartementet å utelukke det tyske konsernet Siemens AG fra investeringsuniverset til Statens pensjonsfond – Utland. Etter Etikkrådets syn forelå det uakseptabel risiko for at fondet gjennom sin investering i Siemens kunne komme til å medvirke til grov korrupsjon. På bakgrunn av nye opplysninger som kom til etter at tilrådingen ble avgitt, ba departementet i mai 2008 Etikkrådet om en fornyet vurdering av Siemens. I brev 3. september 2008 opprettholdt Etikkrådet sin konklusjon. Dette er den første tilrådingen fra Etikkrådet basert på korrupsjonskriteriet.

Etter Etikkrådets første vurdering i november 2007, kom det en del ytterligere opplysninger om foretakets tiltak mot korrupsjon i dets årsrapport for 2007. Etikkrådet har i sin andre vurdering i brevet av 3. september 2008 opplyst at dette ikke rokker ved rådets konklusjon. Etter dette inngikk Siemens forlik med tyske og amerikanske myndigheter 15. desember 2008. Foretaket må som ledd i disse forlikene betale over 11 milliarder kroner i bøter. Den tidligere tyske finansminister Theo Waigel skal som kontaktpunkt mellom selskapet og U.S. Securities and Exchange Commission overvåke selskapets anti-korrupsjonsarbeid de neste fire årene og kontrollere at det ikke involveres i ytterlige korrupsjonshendelser.

Departementet har i sin vurdering av saken sett det som klart at de forhold som er blitt avdekket i Siemens fortjener betegnelsen grov korrupsjon. Omfanget av korrupsjonshandlinger er svært stort, de har vist seg å være systematiske og omhandler store beløp. Men ut fra at retningslinjene, herunder uttrekksmekanismen, skal ha et framoverskuende perspektiv, har departementet funnet det vanskelig å konkludere med at uttrekk i denne saken er hensiktsmessig.

Saken byr utvilsomt på mange dilemmaer. Det departementet etter en totalvurdering har lagt mest vekt på er bl.a. følgende elementer: Siemens har satt arbeidet mot korrupsjon høyt på dagsorden og innført en lang rekke tiltak. Selskapet har inngått forlik med tyske og amerikanske myndigheter hvor en betrodd tredjepart har fått i oppgave å overvåke selskapet. Videre er selskapet gjenstand for inngående oppmerksomhet fra tilsynsmyndigheter, aksjonærer, presse og andre. I en slik situasjon har selskapet et svært sterkt ytre press til å etterleve de tiltak som er varslet mot korrupsjon. Dette reduserer isolert sett risikoen for framtidige normbrudd, som er det relevante vurderingskriteriet.

På bakgrunn av dette har departementet besluttet at Siemens settes under observasjon i en periode på inntil fire år, slik at man har et bedre grunnlag for å kunne vurdere om tiltakene som iverksettes kombinert med det samlede presset mot selskapet, kan gi positive resultater. Dersom det oppdages nye tilfeller av korrupsjon i selskapet vil terskelen for uttrekk være lav. Departementet antar at man gjennom å offentliggjøre observasjonstiltaket kan gi Siemens en særlig oppfordring til å intensivere eget arbeid mot korrupsjon.

Korrupsjon er et kriterium under de etiske retningslinjene, og departementet ser det som et selvstendig poeng at man gjennom denne saken setter fokus på korrupsjon som problem. Samtidig retter man søkelyset mot en stor aktør som har iverksatt omfattende tiltak for å bekjempe korrupsjonskulturen i sin virksomhet. Dette gir også et signal til andre selskaper om hva man i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland forventer av selskaper som håndterer liknende problemer.

Departementet ser det generelt som ønskelig å innføre observasjon av selskaper som et supplerende virkemiddel til eierskapsarbeid og utelukkelse. En observasjonsliste vil være særlig egnet for selskaper som ligger i grensesonen for utelukkelse, men hvor det av ulike grunner er behov for å følge utviklingen over en periode før man konkluderer endelig. Dette tiltaket er nærmere omtalt i kapittel 4.

4 Evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland

4.1 Innhold og sammendrag

4.1.1 Innledning

I dette kapittelet presenteres resultatene av evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland. Evalueringen ble varslet i St.meld. nr. 24 (2006-2007). En beskrivelse av dagens system er gitt i kapittel 3 ovenfor, sammen med en redegjørelse for arbeidet med de etiske retningslinjene som er utført i 2008.

De etiske retningslinjene ble innført høsten 2004, etter forslag fra et regjeringsoppnevnt utvalg ledet av professor Hans Petter Graver (NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden). De etiske retningslinjene har av mange blitt sett på som et langt skritt framover når det gjelder å utmeisle og konkretisere retningslinjer for en etisk og ansvarlig investeringspraksis.

Regjeringen ønsker å opprettholde det høye ambisjonsnivået for arbeidet med etikk og samfunnsansvarlige investeringer. Det har derfor vært naturlig å gjennomføre en evaluering nå som en har vunnet noen års erfaring med de etiske retningslinjene. Samtidig gir dette anledning til å ta inn over seg den betydelige utviklingen på dette feltet både nasjonalt og internasjonalt. Evaluering i løpet av inneværende stortingsperiode er også i tråd med Soria Moria-erklæringen.

Regjeringen ønsker at Statens pensjonsfond – Utland skal forvaltes på en ansvarlig måte som tar hensyn til god selskapsstyring og til miljømessige og sosiale forhold. Regjeringen legger til grunn at en ansvarlig forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland skal legges opp slik at det gir legitimitet i den norske befolkningen og blant andre markedsaktører. Et siktemål er å fremme bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og sosial forstand. Dette anses som en forutsetning for god finansiell avkastning på lang sikt. Regjeringen ønsker at Statens pensjonsfond – Utland skal bidra til god selskapspraksis i porteføljeselskaper og til at selskapene respekterer grunnleggende etiske standarder. En vil fortsatt unngå investeringer i

selskaper som grovt eller systematisk bryter med grunnleggende etiske standarder. Samtidig vil departementet legge vekt på å se uttrekksmekanismen i sammenheng med det øvrige arbeidet med den ansvarlige forvaltningen. Det er viktig å følge med på og bidra til utvikling av beste praksis innenfor ansvarlige investeringer. Som for det øvrige arbeidet med forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, skal det også innenfor dette området legges vekt på åpenhet, forutberegnelighet og grundig saksbehandling.

Arbeidet med ansvarlig forvaltning skal forankres i fondets rolle som finansiell investor. Dette innebærer at arbeidsdelingen mellom fondet og statsbudsjettet videreføres. Det innebærer også at en viderefører prinsippet om at fondet ikke skal brukes som et utenrikspolitisk eller bistandspolitisk instrument. En nærmere beskrivelse av rollen som finansiell forvalter og hva denne innebærer, er gitt i kapittel 2 og nedenfor i avsnitt 4.2.2.

4.1.2 Sammendrag – de viktigste resultatene av evalueringen

Hovedkonklusjonene etter evalueringen er at de etiske retningslinjene bygger på et solid fundament og har vist seg å være rimelig robuste. Mange viktige trekk kan videreføres. I lys av utviklingen internasjonalt og de erfaringer en har vunnet med de etiske retningslinjene så langt, foreslår departementet noen endringer og justeringer som gjelder eksisterende mål og virkemidler. Departementet foreslår samtidig flere andre tiltak for å styrke og videreutvikle arbeidet på området. Det vises forøvrig til at en oversikt over resultatene av evalueringen er gitt i boks 1.1, i meldingens Del I.

Både videreføring av gjeldende retningslinjer og nye regler vil bli innarbeidet i en ny forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland, på linje med andre krav som stilles til forvaltningsarbeidet. Denne forskriften vil samle alt regelverk for fondet som i dag er fordelt på ulike dokumenter. Det vises til omtale i kapittel 6.

En bred tilnærming

For å opprettholde fondets solide posisjon som en ansvarlig investor, foreslår departementet at hensynet til god selskapsstyring og til miljømessige og sosiale forhold i større grad skal integreres som relevante faktorer i hele arbeidet med forvaltningen av fondet. Dette er i tråd med utviklingen internasjonalt, og vil innebære et økt ambisjonsnivå på dette området. Rollen som ansvarlig investor vil være et av premissene for Finansdepartementets arbeid med investeringsstrategien for fondet, jf. nærmere omtale i kapittel 2. Departementet vil videre stille krav til at slike hensyn skal ivaretas på andre stadier i investeringsprosessen, i samsvar med PRI-prinsippene.

Etter dagens etiske retningslinjer skal fondets etiske forpliktelser fremmes gjennom tre virkemidler; eierskapsutøvelse, negativ filtrering og uttrekk av selskaper fra universet av tillatte investeringer. Den nye tilnæringsmåten gir flere virkemidler i rollen som ansvarlig investor. De nye virkemidlene vil komme i tillegg til eksisterende virkemidler, og er ikke ment å svekke betydningen av disse.

Klargjøring av overordnet målsetting

De etiske retningslinjene angir ingen overordnet målsetting eller målformulering som gjelder for retningslinjene som helhet. De to virkemidlene eierskapsutøvelse og uttrekksmekanismen har hver sine ulike målsettinger, henholdsvis å sikre fondets langsiktige finansielle interesser og å unngå medvirkning til grovt uetiske handlinger eller unnlater. Departementet foreslår å klargjøre den overordnede målsettingen for fondet som ansvarlig investor, jf. nærmere omtale i avsnitt 4.3.2 og boks 4.2.

Den overordnede målsettingen vil være retningsgivende for arbeidet som ansvarlig investor og for virkemidlene som kan anvendes på vegne av fondet. I forhold til gjeldende retningslinjer innebærer forslaget en større vektlegging av ønsket om å bidra til endringer i positiv retning i bærekraftsspørsmål og når det gjelder selskapers atferd innen selskapsstyring og sosiale og miljømessige forhold.

Videreføring og justering av utelukkelsesmekanismen

Departementet legger opp til å videreføre at fondet ikke skal ha investeringer som innebærer

medvirkning til selskapers alvorlige og grove brudd på grunnleggende etiske normer, i henhold til de samme kriterier som i dag. I tillegg legges det opp til å utelukke tobakksprodusenter fra fondets investeringer, jf. nedenfor. Det legges videre opp til å klargjøre nærmere hvilke hensyn departementet mener bør vektlegges ved en beslutning om uttrekk. Departementet mener at en blant annet bør kunne legge vekt på antatte virkninger av beslutninger om uttrekk ved bruken av dette virkemiddelet, utover det at man vil unngå medvirkning til grovt uetisk aktivitet. Utrekksmekanismen bør ikke ses løsrevet fra det øvrige arbeidet med den ansvarlige forvaltningen.

Fondets økte investeringer i framvoksende markeder fører til nye utfordringer for anvendelsen av de etiske retningslinjene. Dette er gitt en særskilt omtale. Det samme gjelder anvendelsen av de etiske retningslinjene i krigs- og konfliktsoner.

Det legges opp til enkelte tiltak for å sikre forutberegnelighet for selskapene i porteføljen. Departementet vil arbeide for å gjøre tolkningen og innholdet av de ulike kriteriene for utelukkelse mer tilgjengelig, blant annet ved å systematisere informasjon annerledes. Departementet mener at et hensiktsmessig tiltak er offentliggjøring av Etikkrådets arbeidsmetoder og prinsipper for utvalg av selskaper som skal granskes nærmere. Departementet vil videre legge opp til at det utarbeides og offentliggjøres en prosedyre for hvordan utelukkede selskaper kan bli tatt inn i porteføljen igjen.

Negativ filtrering av selskaper fra porteføljen på grunnlag av selskapets produkter

Departementet legger opp til å videreføre negativ filtrering av selskaper som produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, og av selskaper som selger våpen eller militært materiell til stater nevnt i de utfyllende retningslinjene for forvaltningen av fondet. Per i dag gjelder dette Burma. I tillegg foreslås det et nytt filtreringskriterium som omfatter selskaper som produserer tobakk.

Negativ filtrering av selskaper som produserer tobakk, har vært vurdert ved flere anledninger. Flere høringsinstanser har gitt uttrykk for at tobakk bør omfattes av filtreringsmekanismen. Negativ filtrering av hele produktgrupper er et meget sterkt virkemiddel, og bør begrenses til særlige tilfeller hvor en kan legge til grunn at det eksisterer et klart felles verdigrunnlag i den norske befolkningen. Det har skjedd en utvikling i perioden etter at Graver-ut-

valget foreslo dagens etiske retningslinjer, internasjonalt gjennom en egen konvensjon viet tobakkskontroll (trådte i kraft i februar 2005) og nasjonalt gjennom innstramningen av røykeloven i 2004, som må anses å utgjøre et slikt klart felles verdigrunnlag relatert til filtrering av tobakksprodusenter. Når det gjelder spørsmål om ev. å utelukke andre helseskadelige eller sosialt uheldige tjenester fra fondets investeringsunivers, herunder alkohol, har man ikke den samme graden av normutvikling nasjonalt eller internasjonalt som kan gi en tilsvarende tydelig forankring. Videre er tobakk et produkt som skiller seg ut ved at det kan føre til alvorlig helseskade når det blir anvendt i tråd med forutsetningene for normal bruk.

Etter departementets vurdering er det *produksjon* av tobakk som bør danne grunnlag for filtrering. Dermed vil salg av tobakk ikke rammes av kriteriet. Departementet vil se nærmere på ulike metoder for avgrensning ved filtrering av selskaper som produserer tobakk. Det kan vise seg å være noen særlige utfordringer ved å skulle operere med en nulltoleranse for all produksjon av tobakk, selv om dette vil være et utgangspunkt når man utformer kriteriet.

Eierskapsutøvelsen

Departementet legger opp til å videreføre hovedtrekkene i dagens etiske retningslinjer som gjelder eierskapsutøvelse. I tillegg til det som allerede gjøres på dette området, legger departementet opp til flere tiltak for å understøtte et høyt ambisjonsnivå og stor åpenhet omkring ivaretagelse av eierrettigheter. Departementet vil stille formelt krav om at Norges Bank i sin virksomhet integrerer hensyn til god selskapsstyring, og miljømessige og sosiale forhold i flere deler av forvaltningen av fondet, i tråd med PRI-prinsippene banken har sluttet seg til. Det vil også bli stilt nye formelle krav til banken om åpenhet og rapportering omkring arbeidet med eierskapsutøvelse.

Norges Bank har valgt ut fokusområder for eierskapsutøvelsen. Departementet støtter dette. Valg av fokusområder er et viktig spørsmål, og departementet foreslår at det legges opp til en prosess hvor vesentlige endringer eller utvidelse av fokusområder på forhånd forelegges departementet. Departementet kan bestemme at endringer av vesentlig betydning skal sendes på høring før beslutning treffes. Etter departementets oppfatning har utarbeidelsen av et forventningsdokument om barns rettigheter vært et vellykket tiltak, og ban-

ken bør utarbeide flere slike forventningsdokumenter. Et viktig område vil være forventninger knyttet til miljø. Et dokument om selskapers klimastrategier anses særlig relevant. Departementet vil også be Norges Bank utarbeide et forventningsdokument om selskapers åpenhet og rapportering om betalingsstrømmer. Tydelige forventninger fra investorer som Statens pensjonsfond – Utland på dette området kan motvirke bruk av lukkede jurisdiksjoner til å skjule ulovlige handlinger som blant annet korrupsjon, hvitvasking og skatteundragelser, og slik bidra til mer velfungerende og legitime markeder. Flere forventningsdokumenter vil kunne bidra til å skape åpenhet om arbeidet med eierrettigheter og samtidig ivareta behovet for forutsigbarhet for selskapene.

Samvirke mellom virkemidlene

I tråd med det som er sagt ovenfor om en overordnet målsetting for arbeidet som ansvarlig investor, mener departementet at det er behov for å samordne bruken av virkemidler i større grad enn det dagens system legger opp til. Det samme gjelder Norges Banks og Etikkrådets virksomhet.

Departementet legger opp til at det skal vurderes om andre virkemidler kan være bedre egnet til å oppnå fondets mål som ansvarlig investor før uttrekk besluttes. Dette har til dels allerede blitt gjennomført ved at departementet, etter å ha mottatt en tilråding om uttrekk, har forespurt Norges Bank om eierskapsarbeid kan bidra til å redusere risikoen for nye brudd på retningslinjene. Dette vil gi en mer målrettet bruk av de samlede virkemidler, og vil i større grad medføre at uttrekk blir en reelt sett siste utvei når andre tiltak er vurdert. Departementet legger også opp til å formalisere bruk av observasjonsliste som et nytt tiltak. En beslutning om å sette et selskap til observasjon kan i gitte tilfeller være et godt alternativ, fordi dette kan antas å bidra til at selskapet endrer sin atferd eller til at selskapet gir mer informasjon som kan avklare situasjonen. Bruken av observasjonsliste antas å være særlig egnet der det er stor usikkerhet om utviklingen framover i tid.

Økt grad av samvirke vil kreve tilpasninger i Norges Banks og Etikkrådets mandater og arbeidsform. Departementet vil arbeide videre med den nærmere utformingen av et nytt system i dialog med Etikkrådet og Norges Bank etter at Stortinget har behandlet resultatene av evalueringen.

Andre temaer og tiltak

Som en stor eier og investor internasjonalt kan departementet være med på å sette dagsorden for viktige problemstillinger når det gjelder *forskning og internasjonalt arbeid* som har betydning for hvordan hensyn til miljø, sosiale forhold og god selskapsstyring mest effektivt kan ivaretas av en finansiell investor. Finansdepartementet ønsker å øke sitt engasjement på dette området.

Mange høringsinstanser har påpekt at oljerikdommen gir Norge et spesielt ansvar for å belyse problemstillinger knyttet til karbonutslipp og klimaendringer. For en investor med Statens pensjonsfond – Utlands særtrekk når det gjelder langsiktighet og bredde i investeringene, vil det også være i fondets egen interesse å belyse hvordan klimaendringer kan påvirke utviklingen i de finansielle markedene.

Stern-rapporten¹ var et viktig bidrag til forståelsen av klimaendringers betydning for den samlede økonomiske utvikling globalt, og et arbeid av liknende karakter kan bidra til å belyse betydningen for finansielle markeder mer spesielt. Departementet tar på denne bakgrunn sikte på å initiere en utredning som vurderer hvordan klimautfordringene kan påvirke de finansielle markedene, og hvordan investorer bør handle ut fra dette. Dette bør være et internasjonalt prosjekt som eventuelt kan gjennomføres i samarbeid med andre investorer. Departementet vil komme tilbake med en nærmere vurdering av et opplegg for dette prosjektet i Nasjonalbudsjettet 2010.

Departementet ønsker generelt å bidra til utviklingen av beste praksis internasjonalt innen området ansvarlige investeringer, og vil i den sammenheng vurdere ulike tiltak som kan støtte opp under dette. Dette kan eksempelvis være medlemskap i utvalgte internasjonale sammenslutninger av investorer, samarbeid med FN-organer som er aktive på området, samt økt kontakt med internasjonale eksperter. Norges Bank og Folkestrygdfondet har begge signert FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI). Finansdepartementet ønsker å markere en ytterligere støtte til disse prinsippene ved at også departementet signerer dem på vegne av Statens pensjonsfond.

Departementet vil videre vise til at det legges opp til et nytt investeringsprogram som skal rettes mot miljørelaterte investeringsmuligheter, jf. omtale ovenfor i avsnitt 1.2 og 2.5.

Det ble i 2007 innført en ny bestemmelse i rammeverket for forvaltningen om at fondet ikke kan plasseres i rentebærende instrumenter utstedt av staten Burma. Det er kommet inn flere høringsuttalelser som ønsker å utvide omfanget av forbudet mot å investere i enkelte lands *statsobligasjoner*. Departementet vil fortsatt legge til grunn at det vil være et drastisk utenrikspolitisk tiltak å utelukke et lands statsobligasjoner fra investeringsuniverset på bakgrunn av handlinger fra landets myndigheter. Burma skiller seg ut på flere måter, men det viktigste i denne sammenheng er omfanget av de internasjonale tiltakene mot Burma. For tiden finnes det ingen andre tiltak eller sanksjonsregimer med tilslutning i Stortinget, som har samme omfang som tiltakene mot Burma. Det er uaktuelt, løsrevet fra en slik internasjonal forankring, å bruke trusselen om investeringsuttrekk som et generelt virkemiddel i norsk utenrikspolitikk.

Lukkede jurisdiksjoner (såkalte *skatteparadis*) kan blant annet legge til rette for å skjule økonomisk kriminalitet. Regjeringen ser alvorlig på skadevirkninger som følge av skadelig praksis i slike lukkede jurisdiksjoner. Det er lover og regler i det enkelte landet som bestemmer om man har med en lukket jurisdiksjon å gjøre. Bekjempelsen av såkalte skatteparadis må derfor rettes inn mot disse landenes myndigheter, slik det allerede gjøres i bred skala.

Det vil ikke være hensiktsmessig å bruke investering i lukkede jurisdiksjoner som et selvstendig utelukkelseskriterium i aksjeporteføljen. Dette antas å ha liten selvstendig effekt og vil i tillegg by på store avgrensingsproblemer.

Når det gjelder fondets eiendomsinvesteringer, er det lagt opp til begrensninger slik at uønskede eiendomsselskaper og –fond ikke skal kunne etableres i lukkede jurisdiksjoner. Regjeringen legger opp til å forsterke innsatsen mot lukkede jurisdiksjoner i vår rolle som investor gjennom fondets aksjeinvesteringer. Norges Bank støtter allerede opp om Extractive Industries Transparency Initiative (EITI), et internasjonalt initiativ som tar sikte på å fremme åpenhet om inntektsstrømmer i utvinningsindustrien. Norges Bank gir videre sin støtte til utvikling av nye regnskapsstandarder (IFRS) som vedrører såkalt «land til land-rapportering» for selskaper som driver innenfor utvinningsindustrier (gruvedrift, oljevirksomhet mv). Økte krav til åpenhet og rapportering fra selskapenes side om inntektsstrømmer og skatteforhold kan motvirke effekten av hemmeligholdet som lukkede jurisdiksjoner tilbyr og kan være et egnet tiltak i kampen mot korrupsjon.

¹ "The Economics of Climate Change – The Stern Review", Nicholas Stern, utgitt av Cabinet Office – HM Treasury 2006

Gjennom breddeinitiativer som de nevnte, arbeider en målrettet med selve spillereglene og «infrastrukturen» i finansmarkedene, fremfor å gjøre det til et spørsmål om at fondet som investor skal vurdere om enkeltelskaper i porteføljen har legitime grunner til aktivitet i såkalte skatteparadiser. Norges Bank vil bli bedt om å utarbeide et forventningsdokument som retter seg mot selskapers åpenhet og rapportering om betalingsstrømmer. Tydelige forventninger fra investorer som Statens pensjonsfond – Utland på dette området kan motvirke bruk av lukkede jurisdiksjoner til å skjule ulovlige handlinger som bl.a. korrupsjon, hvitvasking og skatteunndragelse, og slik bidra til mer effektive og velfungerende markeder.

Forholdet til Statens pensjonsfond – Norges etiske retningslinjer

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter i Statens pensjonsfond – Norge. Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge skiller seg fra forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland på mange viktige områder. Den største delen av porteføljen (80-90 pst.) er investert i det norske markedet og det er større tillatte eierandeler (opptil 15 pst. i norske selskaper). De har også et langt mindre investeringsunivers enn Statens pensjonsfond – Utland, begrenset til norske og nordiske selskaper.

En forvalters investeringsstrategi vil i stor grad virke inn på hvordan det er hensiktsmessig å legge opp arbeid med spørsmål om ansvarlighet og etikk i forvaltningen. Forskjellene mellom Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge taler for at retningslinjene for etikk/eierskapsutøvelse ikke nødvendigvis bør harmoniseres i større grad enn i dag. De to fondenes regler for etikk og ansvarlig forvaltning bygger på samme grunnprinsipper, men er tilpasset den rollen og de kjennetegn de har som forvalter. Folketrygdfondet mener i sin høringsuttalelse at det ikke er nødvendig med ytterligere harmonisering. Folketrygdfondet vektlegger blant annet at den norske stat har andre virkemidler for å påvirke norske selskaper enn selskaper i utlandet. Departementet er enig i dette og mener at det ikke er sterke argumenter som taler for ytterligere harmonisering av de to fondenes etiske retningslinjer i dagens situasjon.

4.1.3 Formål, bakgrunn og prosess

Hovedmålsettingen med evalueringen er å vurdere om retningslinjene har virket etter intensjonen,

å bevare den brede politiske oppslutningen om de etiske retningslinjene og å fange opp innspill som kan være med på å styrke Statens pensjonsfond – Utlands profil som en samfunnsansvarlig investor.

Som ledd i evalueringsprosessen har Finansdepartementet gjennomført en rekke aktiviteter for å innhente informasjon og synspunkter, både fra norske og internasjonale interessenter.

I januar 2008 arrangerte Finansdepartementet, i samarbeid med Norges Bank og Etikkrådet for Statens pensjonsfond – Utland, en stor internasjonal konferanse i Oslo under tittelen «Investing for the Future». Konferansen samlet representanter fra akademia, finansinstitusjoner, frivillige organisasjoner, selskaper og investorer, for å diskutere utfordringene knyttet til å ivareta hensyn til god selskapsstyring og miljømessige og sosiale faktorer i rollen som finansiell investor. Denne konferansen markerte samtidig startskuddet for evalueringsprosessen.

Departementet har innhentet to eksterne rapporter til bruk i evalueringen. Den ene rapporten er utarbeidet av professor Simon Chesterman ved New York University School of Law, Singapore Programme, og det amerikanske konsulentsekskapet The Albright Group. Rapporten gjelder arbeidet Norges Bank og Etikkrådet har utført ut fra det oppdraget de har hatt med basis i retningslinjene. Den andre rapporten er utarbeidet av professorene Thore Johnsen og Ole Gjølberg. Denne rapporten er en oppdatering av deres tidligere rapport «Evaluering av etisk forvaltning: metode, resultat og kostnader» fra 2003. Den nye rapporten tar spesielt for seg bruk av positiv utvelgelse som investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland. Begge rapporter er tilgjengelig på Finansdepartementets hjemmeside.²

I forbindelse med utsendelse av høringsnotatet om evaluering av de etiske retningslinjene avholdt Finansdepartementet den 18. juni 2008 et informasjonsmøte for høringsinstansene. På dette møtet var også Norges Bank og Etikkrådet til stede og informerte om sin virksomhet.

Joseph E. Stiglitz, som er professor ved Columbia University i USA og ble tildelt Nobels minnepris i økonomi i 2001, var invitert til Norge av finansministeren i august 2008. Han holdt i den forbindelse et foredrag åpent for publikum, med tittelen «Responsible Investments in a global, long term perspective».

² <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/andre/Etiske-retningslinjer.html?id=446948>

Finansdepartementet har også avholdt møter med bl.a. UNEP FI, IFC, World Business Council for Sustainable Development og andre større kapitalforvaltere som nederlandske APG og amerikanske TIAA-CREF, med formål å drøfte spørsmål knyttet til ansvarlige investeringer. Det er også avholdt flere møter med Etikkrådet og Norges Bank hvor arbeidet med de etiske retningslinjene og videreutvikling av disse har blitt diskutert. Den svenske regjeringen gjennomfører for tiden en vurdering av hvordan de svenske AP-fondene har gjennomført kravene til å ta hensyn til miljø og etikk i forvaltningsvirksomheten. Departementet møtte den svenske komiteen som har bidratt i dette arbeidet, før den avga sin innstilling i SOU 2008:107.

4.1.4 Hovedinnhold i høringsnotatet

Finansdepartementet sendte 18. juni 2008 et høringsnotat om evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland på høring til et bredt utvalg norske institusjoner og organisasjoner. Høringsnotatet ble også forelagt et utvalg internasjonale eksperter på området.

I høringsnotatet la departementet til grunn at de etiske retningslinjene generelt sett har virket på en god måte. Det ble vist til at Norge har vært tidlig ute med å utvikle etiske retningslinjer som gjelder hele finansformuen, ikke bare deler av den. Systemet er preget av stor åpenhet og har gitt synlige resultater på relativt kort tid. Det vises til høringsnotatet punkt 4.1.

Departementet la imidlertid til grunn at arbeidet med å være en ansvarlig finansiell investor må utvikles videre over tid. Departementet tok derfor opp flere sentrale problemstillinger til diskusjon i høringsnotatet.

Departementet drøftet spørsmål knyttet til eierskapsarbeidet, bl.a. om en kan oppnå større effekt av eierskapsarbeidet. Departementet tok videre opp spørsmål om kriteriene for utelukkelse er slik de bør være og reiste spørsmålet om Etikkrådet burde gis flere virkemidler. Departementet viste til at fondets investeringer i framvoksende markeder ville øke, og ba om høringsinstansenes syn på hvilke spesielle utfordringer som kan oppstå knyttet til anvendelsen av de etiske retningslinjene i nye land og selskaper. Videre drøftet departementet om en kan få virkemidlene til å virke sammen på en måte som øker effektiviteten av de etiske retningslinjene.

Spørsmål om positiv utvelgelse for en mindre del av porteføljen ble drøftet særskilt. Departe-

mentet viste til at andre investorer som kan sammenlignes med Statens pensjonsfond – Utland i økende grad setter av mindre deler av formuen som forvaltes til investeringer med spesielle formål. Det ble understreket at det også for en slik investeringsform vil være et overordnet krav om finansiell avkastning over tid. Departementet ba om innspill på om det ville være riktig å gå i en slik retning, og i tilfelle hvilke formål det kan være aktuelt å se nærmere på.

4.1.5 Hovedpunkter i høringsuttalelsene

Høringsfristen gikk ut 15. september 2008. Ved høringsfristen utløp var det kommet inn over 50 høringsuttalelser med realitetsmerknader. Høringsuttalelsene er tilgjengelige på www.regjeringen.no.

Høringsuttalelsene er til dels omfattende og gir mange konstruktive innspill. Flere høringsinstanser vedlegger rapporter som de selv har utarbeidet eller bestilt fra eksterne konsulenter. Hovedinntrykket er at høringsinstansene i stor grad har et positivt syn på de etiske retningslinjene og mener at det er viktig å videreføre og styrke arbeidet.

Flere høringsinstanser går inn for å utelukke tobakk fra Statens pensjonsfond – Utland.

Flere tar opp spørsmål knyttet til bruken av dagens virkemidler og samspillet mellom disse.

Klimautfordringene og hvordan forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland bør endres i lys av dette, er sentralt i mange høringsuttalelser.

Enkelte høringsinstanser, blant annet Riksrevisjonen, tar til orde for harmonisering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge.

Ved gjennomgangen av evalueringen i punkt 4.3 under er høringsinnspillene gjengitt der de tematisk hører hjemme.

4.2 Ansvarlige investeringer – viktige utgangspunkter

4.2.1 Ansvarlige investeringer – teori, praksis og utviklingen internasjonalt

Framvekst av etisk og ansvarlig investeringspraksis

Etiske retningslinjer for forvaltning av kapital kan spores helt tilbake til 1600 og 1700-tallet. De tidligste eksemplene finnes med tilknytning til ulike kirkesamfunn og religiøse grupperinger som av trosgrunner har ønsket å unngå investeringer i spesielle virksomheter, som for eksem-

pel slavehandel, og senere i gambling, tobakk og alkohol. Framover på 1970-tallet ble etiske hensyn et tema også for andre investorer. For eksempel ble investeringer i selskaper som tjente penger på Vietnam-krigen eller apartheid-regimet i Sør-Afrika utelukket av visse fond og investorer.

Det utviklet seg også metoder og prinsipper for å støtte opp om sosialt og etisk begrunnede forslag på selskapers generalforsamlinger og generelle retningslinjer for hvordan sosiale og etiske hensyn kunne integreres i forretningsbeslutninger. Etter hvert har det også blitt dannet indekser bestående av selskaper som tilfredsstillt nærmere bestemte krav fastsatt av indekseleverandøren. Eksempler på slike indekser er Dow Jones Sustainability Index og FTSE4Good. En finner også en rekke fond som har bestemte investeringsstrategier basert på ulike sosiale eller miljømessige kriterier.

Spørsmål knyttet til samfunnsansvar og etikk i ulike deler av næringsliv og annen økonomisk virksomhet har i de senere år fått stadig økende oppmerksomhet. For selskapers integrering av sosiale og miljømessige standarder i den daglige drift brukes gjerne begrepet Corporate Social Responsibility (CSR). Fra et investor- eller forvalterståsted har begrepet SRI (Socially Responsible Investments) blitt brukt som betegnelse på investeringer med finansiell avkastning som formål, men som samtidig tar hensyn til etiske og miljømessige krav. Et stadig mer vanlig brukt begrep er ansvarlige investeringer (*Responsible Investment - RI*). Begrepet ansvarlige investeringer er knyttet til inkorporering av såkalte *ESG-hensyn* i forvaltningsarbeidet. Med dette menes hensyn som knytter seg til miljø, sosiale forhold og god selskapsstyring («environmental, social and governance issues»). Noen omtaler slike hensyn som *ekstra-finansielle*. Med dette menes gjerne faktorer som kan ha økonomisk virkning på lang sikt, men som ikke så lett kan identifiseres med etablerte målemetoder, for eksempel gjennom vanlige metoder for analyser av regnskap eller gjennom kravene til selskapenes resultatrapportering.

Den økte oppmerksomheten om disse temaene har resultert i ulike initiativer som direkte eller indirekte virker innenfor områder som har betydning for spørsmål knyttet til integrering av ESG-hensyn i finansiell forvaltning. Det vises bl.a. til initiativer i regi av FN: UNEP Finance Initiative (UNEP FI), UN Global Compact og Principles for Responsible Investments (PRI). Det vises til nærmere omtale i kapittel 3.

Det har internasjonalt vært en debatt om verdien av CSR/RI-innsats. Boks 4.1 gir en kort oversikt over noen viktige synspunkter.

Virkemidler for en ansvarlig investor

Vanlig brukte virkemidler innenfor samfunnsansvarlige investeringer er:

- Eksklusjon av selskaper fra en portefølje eller et investeringsunivers: Dette kan ha form av å utelukke hele bransjer på grunn av et produkt, for eksempel våpen, alkohol, tobakk, eller uttrekk av selskaper fra porteføljen, for eksempel begrunnet i selskapets atferd.
- Eierskapsutøvelse innebærer bruk av rettighetene som eie av aksjer i et selskap gir, for å forsøke å påvirke selskapet til å handle på en måte som er ønskelig sett fra investors side. Eierkapsutøvelse vil ofte være basert på en dialog mellom eier og selskap, og vil i mange tilfeller bli holdt konfidensiell.
- Positiv utvelgelse betyr at en søker etter investeringsobjekter som tilfredsstillt nærmere bestemte krav eller standarder innenfor miljømessige eller sosiale forhold.

Det har blitt stadig vanligere å integrere ESG-hensyn i investeringsprosessen, bl.a. gjennom krav til strategi, rapportering, forhold til eksterne forvaltere og investeringsprosess.

I rapporten «*Responsible Investment in Focus: How leading public pension funds are meeting the challenge*»³ gis det en gjennomgang av arbeidet med ansvarlige investeringer i 15 fond, bl.a. store fond det er naturlig å sammenligne Statens pensjonsfond – Utland med som CalPERS⁴, TIAA-CREF⁵, ABP⁶, PGGM⁷ og Caisse de dépôt et placement du Québec⁸. Basert på denne rapporten og andre kilder, kan det sies at alle de nevnte fondene anvender stemmegivning og selskapsdialog

³ Rapport fra 2007 utarbeidet i samarbeid mellom the United Nations Environment Programme Finance Initiative og The United Kingdom Social Investment Forum.

⁴ California Public Employees Retirement System er den største pensjonsplanen i USA med en forvaltningskapital ved utgangen av 2008 på vel USD 180 mrd.

⁵ Teachers Insurance and Annuity Association, College Retirement Equities Fund leverer pensjonsprodukter i USA til akademia mv. Ved utgangen av 2008 forvaltet TIAA-CREF vel USD 360 mrd.

⁶ ABP er et offentlig pensjonsfond i Nederland som i september 2008 hadde om lag 195 mrd. euro under forvaltning.

⁷ PGGM forvalter bl.a. midler for en pensjonsordning i helse- og sosialsektoren i Nederland og har en forvaltningskapital på EUR 88 mrd.

⁸ Caisse de dépôt et placement du Québec forvalter midler i hovedsak fra offentlig og private pensjons- og forsikringsordninger i Quebec og hadde om lag CAD 120 mrd. under netto forvaltning ved utløpet av 2008.

Boks 4.1 Ulike syn på verdien av CSR/RI arbeid

Fra ulikt hold er det framkommet kritiske synspunkter på forventningen om at næringslivet skal vektlegge samfunnsansvar. Et synspunkt som gjerne knyttes til den amerikanske liberalistiske økonomen Milton Friedman, er at næringslivet skjønner sin samfunnsoppgave best ved å konsentrere seg om å drive sin egen virksomhet best mulig.¹ Når de økonomiske aktørene forfølger sin egeninteresse, vil markedets usynlige hånd frambringe det beste sluttresultatet. Å ta andre hensyn enn de finansielle vil derfor bidra til samfunnsøkonomisk ineffektivitet.

I forlengelsen av dette resonnementet kan det hevdes at en som forvalter penger på vegne av andre ikke har anledning til å inkorporere hensyn i forvaltningen som ikke regnes som helt ut finansielle, slik dette tradisjonelt er forstått. I angloamerikansk rettstradisjon brukes begrepet «fiduciary duties» som et uttrykk for forvalterens lojalitetsplikt overfor den man forvalter på vegne av. Tillater lojalitetskravet overfor eierne at forvalteren tar ESG-hensyn i forvaltningen? Selv om forvalteren opptrer i tråd med sine lojalitetskrav, kan det ved ulike ESG-initiativer overfor et selskap oppstå spørsmål om styret i selskapet på grunn av lojalitetsforpliktelser overfor andre ikke kan følge opp initiativene. En studie som er blitt publisert av UNEP Financial Initiative, konkluderer med at ESG-initiativ i stor grad kan forsvares i ulike jurisdiksjoner.² I en uttalelse fra høsten 2008 skal også en representant for den britiske regjeringen ha gitt sin tilslutning til at pensjonsfond kan vektlegge sosiale og etiske spørsmål i forvaltningen i tillegg til de rene finansielle hensyn.³ På den annen side er det rapportert⁴ at det amerikanske arbeidsdepartementet i lovtolkninger har lagt til grunn stramme begrensninger når det gjelder å ta ESG-hensyn i forvaltningen av pensjonsfond.

Et synspunkt på oppfordringer til selskapers samfunnsansvar fra en annen side av det politiske spekteret kan formuleres slik⁵: Den energi som brukes på CSR avleder og fortrenger den oppmerksomhet som burde være brukt på å etablere

politisk vedtatte regler som frambringer det felles beste. Det er bindende lovverk som bør hindre oljeutslipp og beskytte menneskerettigheter. Private selskaper bør ikke tillegges en slik oppgave.

Selv om dette kan være et moment i enkelte utviklede land, vil den praktiske situasjonen for selskaper som er etablert i mange ulike land være at det å «bare» følge loven i en del sammenhenger ikke er tilfredsstillende. Så lenge det ikke finnes bindende internasjonale regler, og en del jurisdiksjoner har et svakt fungerende lovverk, vil mange selskaper (og investorer som har investert i disse) se et behov for å yte en innsats ut over det som strengt følger av loven. En følge av globaliseringen kan være en økning av tilfeller hvor selskaper driver virksomhet i områder med svak samfunnsmessig regulering («styringsunderskudd» eller «governance gaps»)⁶ Alternativet vil ikke være politiske reguleringer, men ingen reguleringer i det hele tatt. Frivillig innsats fra selskaper kan da være den beste løsningen. I St.meld. nr. 10 (2008-2009) Næringslivets samfunnsansvar i en global økonomi, er mange spørsmål knyttet til bedrifters samfunnsansvar/CSR behandlet.

1 Jf. artikkelen «The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits», fra New York Times Magazine 1970. Friedmans syn er gjerne gjengitt slik: The Business of Business is Business.

2 Temaet er gjenstand for undersøkelse i Freshfield Bruckhaus Deringers studie fra 2005 «A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment», publisert av UNEP Financial Initiative (UNEPFI). Rapporten konkluderer i stor grad med at inkorporering av ESG-hensyn er forenlige med forvalterens «fiduciary duty».

3 «How the UK Government finally settled the RI fiduciary duty debate» Hugh Wheelan Responsible Investor, 16. oktober 2008.

4 «SRI in the Rockies, US investor concerns on fiduciary duties» Responsible Investor 3. november 2008

5 President Clintons arbeidsminister, Robert Reich, har argumentert på denne måten, se for eksempel «How capitalism is killing democracy» Foreign Policy september/oktober 2007.

6 Utrykket brukes i en rapport «Protect, Respect a Remedy: A Framework for Business and Human Rights» til FN's menneskerettighetsråd fra april 2008 utarbeidet av John Ruggie, som er FN's spesialrepresentant for menneskerettigheter og transnasjonale selskaper og andre selskaper.

som virkemiddel. Fire av dem anvender negativ og positiv screening, fire av dem har anledning til å benytte uttrekk, tre har integrert ESG-hensyn i investeringsprosessen og fire av dem har særskilte ESG-investeringer.

Det framgår at flere fond bruker et bredt spekter av virkemidler i sitt arbeid som ansvarlig investor. Et hovedtema i denne meldingen er forslagene om å utvide og styrke de virkemidler som tas i bruk i arbeidet med en ansvarlig forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland.

UN PRI, som Norges Bank sammen med andre investorer var med på å utarbeide, er omtalt ovenfor i boks 3.1. Det første prinsippet i PRI er at ESG-hensyn skal inkorporeres i investeringsanalyser og beslutningsprosesser. I UN PRI-rapporteringen fra 2008⁹ om utviklingen i implementeringen av de seks prinsippene for ansvarlige investeringer, sies det at tolkningen av det første prinsippet varierer mellom de ulike investorene. Det kan være uklart hvor mye ESG i praksis betyr for ulike fonds investeringspraksis.

4.2.2 Ansvarlig forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland

Investorrollen

Utgangspunktet for de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland er investorrollen, dvs. rollen som eier i selskapene i porteføljen. De midlene som står til rådighet er de som følger med posisjonen som aksjeeier. Ansvar for den brede samfunnsutviklingen nasjonalt og internasjonalt ligger i første rekke hos nasjonale myndigheter og på internasjonale organer som disse har avgitt myndighet til eller har opprettet for å utføre bestemte oppgaver. Hvilke forventninger en kan ha til selskapers samfunnsansvar eller ansvarlig investeringspraksis som et redskap for en bedre verden, må ses i lys av denne rolledelingen. Politisk innsats, der regler utformes for å sikre viktige menneskelige interesser, vil være Regjeringens hovedprioritet. Samtidig spiller selskapers virksomhet i stor grad inn på den globale samfunnsutviklingen. Dette er behandlet i St.meld. nr. 10 (2008-2009) Næringslivets samfunnsansvar i en global økonomi, hvor det bl.a. pekes på at fordi bedriftene påvirker samfunnsutviklingen i de landene de opererer, har de et ansvar som går ut over lønnsom verdiskapning.

I kraft av våre investeringer i svært mange av verdens selskaper, jf. drøftingen av betydningen av universelt eierskap i avsnitt 2.1, har vi både et ansvar og en egeninteresse i å ivareta miljømessige og sosiale hensyn utover det som måtte være pålagt gjennom bindende regelverk.

I hovedsak forvaltes Statens pensjonsfond – Utland med bredt og begrenset eierskap i et stort antall selskaper i et stort antall land. Det tas ikke sikte på strategisk kontroll og styring av de selskaper som fondet er investert i. Denne rollen som finansiell investor, i motsetning til rollen som strategisk investor, gir føringer både for hvordan

eierskapet kan utøves og for hvordan utviklingen i verdensøkonomien påvirker fondets avkastning.

Finansdepartementet er tillagt ansvaret for å forvalte fondet. Dette ansvaret innebærer å fastlegge hovedtrekkene i investeringsstrategien, bestemme risikorammer i den operative forvaltningen og følge opp den operative forvaltningen. Det innebærer også at Finansdepartementet er ansvarlig for den overordnede strategien, herunder fondets rolle som ansvarlig investor. Norges Bank er gitt i oppdrag å stå for den operative forvaltningen. Det vises til nærmere omtale av investeringsstrategi og rollen som ansvarlig investor i kapittel 2.

Statens pensjonsfond – Utland som vår felles sparing for framtiden

Statens pensjonsfond – Utland eies av det norske folk og forvaltes på vegne av både nålevende og framtidige generasjoner av befolkningen. Dette medfører at kravene til forvaltning av fondet vil måtte avvike fra for eksempel forvaltningen av fond der individer skyter inn midler på vegne av seg selv. Forvaltere som tilbyr fondsplasseringer for enkeltpersoner kan tilby ulike fondstyper med ulike grader av risiko og ulik vektlegging av etiske verdier. Hvis en ikke er fornøyd med innretningen på et bestemt fond, kan fondsandelene selges og investeres i et annet fond. For eierne av Statens pensjonsfond – Utland gis det ikke en slik mulighet. Som innbyggere i den norske stat har hver og en et obligatorisk medeierskap i Statens pensjonsfond – Utland. Og forvaltningen må forsvares også for framtidige generasjoner av nordmenn. Det er dermed en etisk forpliktelse å forvalte til gunst for framtidige generasjoner. Det gir plikt til å legge opp forvaltningen slik at avkastningen blir god og risikonivået blir moderat. Det medfører samtidig et behov for et etisk fundament og et felles verdigrunnlag for forvaltningen som ivaretar hensynet til det obligatoriske medeierskapet.

Graver-rapporten introduserte begrepet «overlappende konsensus» som et uttrykk for at de etiske retningslinjene måtte bygge på stabil normative hovedlinjer som både tok hensyn til pluralismen i det norske samfunnet og usikkerheten omkring hvilke etiske standpunkter framtidige generasjoner vil innta.

Departementer legger til grunn at verdigrunnlaget for forvaltningen av fondet må ta utgangspunkt i det obligatoriske medeierskapet og hensynet til framtidige generasjoner. Videre bør en ta hensyn til at fondet er en stor aktør i det internasjonale finansmarkedet.

⁹ PRI Report on Progress 2008 fra UNEP Finance Initiative.

Følgende hovedprinsipper legges til grunn for utformingen av det etiske grunnlaget for forvaltningen:

- Det etiske grunnlaget må kunne aksepteres av brede grupper i samfunnet og det må være stabilt over tid. Enkle påvisninger av hva flertallet til enhver tid mener gir ikke grunnlag for å endre innholdet i fondets etiske verdigrunnlag. Det kan også tenkes tilfeller der et mindretalls interesser har særlig vekt.
- I vurderingen av hvor omfattende uttrekksmekanismen bør være, må man på en god måte avveie ønsket om å unngå medvirkning til etiske normbrudd opp mot den etiske forpliktelsen til å sikre finansiell avkastning over tid slik at framtidige generasjoner får en rimelig andel av oljeformuen.
- Det er naturlig å ta utgangspunkt i internasjonale prinsipper om selskapers forhold til miljø, menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter og selskapsstyring, slik disse kommer til uttrykk gjennom bl.a. FNs Global Compact og OECDs retningslinjer. FN har også utarbeidet egne prinsipper rettet mot investorerollen, UN Principles for Responsible Investment (PRI), omtalt i boks 3.1. Disse prinsippene må anses som sentrale og relevante for det videre arbeidet med integrering av hensyn til god selskapsstyring og ivaretagelse av miljø og sosiale forhold i forvaltningen av fondet. Jo mer man forankrer dette arbeidet i universelle prinsipper, desto mer legitimitet, mulighet for samarbeid og større påvirkningskraft vil man kunne ha.
- Ut fra disse vurderingene og ut fra frykten for politisk misbruk av investeringsmakt, jf. den internasjonale debatten om statlige investeringsfond, bør fondets forvaltning ikke være et redskap for spesifikke politiske prioriteringer fra den til enhver tid sittende regjering og således ikke et redskap i landets utenrikspolitikk.
- De etiske forpliktelsene må kunne forenes med rollen som finansiell investor. Det er prinsipielt viktig å skille mellom spørsmål som gjelder etisk forvaltning av den finansformuen som bygges opp, og spørsmål som i realiteten dreier seg om bruk av oljepenger. Arbeidsdelingen mellom statsbudsjettet og forvaltningen av Statens pensjonsfond tilsier at Statens pensjonsfond ikke skal brukes til å finansiere formål som ikke når opp blant prioriteringene i statsbudsjettet. Denne skillelinjen må ligge fast. I tillegg er det viktig å opprettholde troverdighet i rollen som finansiell investor for å kun-

ne inngå samarbeid med andre investorer, og på den måten ha enda større gjennomslag.

Forholdet til statens øvrige roller og virkemidler

Graver-utvalget gjorde et viktig arbeid med å presisere Statens pensjonsfonds rolle i forhold til statens øvrige roller. Graver-utvalget drøftet dette i forhold til statens rolle som innkjøper og konsesjonsgiver (NOU 2003: 22 s. 18. flg.). Det ble bl.a. vist til at handlefriheten er forskjellig i forskjellige roller. Graver-utvalget skrev videre at staten som innkjøper er langt mer regulert gjennom internasjonale regler enn staten som finansiell investor. Ulik tilknytning kan også bedømmes ulikt etisk. Som eksempel ble det vist til at innkjøp av forsvarsmateriell ikke nødvendigvis er inkonsistent med utelukkelse av våpenproduserende selskaper. Det førstnevnte skjer i forsvarsøyemed, det siste for å tjene penger. Når det gjelder statens handlefrihet som konsesjonsgiver, viste Graver-utvalget til at denne bl.a. er begrenset av EØS-avtalens regler om etableringsadgang, som ikke uten videre åpner for at det kan stilles krav om selskapers etiske praksis som vilkår for konsesjonen.

Spørsmålet om helhet er også behandlet i St.meld. nr. 10 (2008-2009) Næringslivets samfunnsansvar i en global økonomi på s. 24 hvor det bl.a. heter:

«Det har vært reist spørsmål om ikke de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond også bør gjelde for bedrifter med statlig eierskap. Det er imidlertid ikke sikkert at det er riktig eller hensiktsmessig at staten i sin eierrolle generelt skal følge akkurat den modellen som er laget for Statens pensjonsfond – Utland.

De etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland er tilpasset fondets rolle som finansiell investor og minoritetsaksjonær i mange tusen selskaper verden over. Det er viktige forskjeller mellom denne rollen og den rollen staten har som stor, strategisk eier i en rekke norske selskaper. Disse forskjellene påvirker måten man integrerer etiske hensyn på og hvilke virkemidler man har til rådighet. I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland har man langt større muligheter til å selge, eventuelt la være å kjøpe, eierandeler i ulike selskaper enn man for eksempel har gjennom direkte, strategisk eierskap i norske selskaper. Det direkte statlige eierskapet utøves i henhold til etablerte prinsipper for eierstyring og selskapsledelse, [...]»

Graver-utvalget ga klart uttrykk for at fondet ikke er egnet til å ivareta alle etiske forpliktelser det norske folk har. Utvalget viste til at norske myndigheter har mange andre virkemidler til sin rådighet, og til at mange av de forpliktelsene vi har åpenbart kan håndteres bedre ved å benytte andre virkemidler. Graverutvalget viste til at forholdene kunne være slik at det å stille etiske krav til et selskap gjennom fondet er lite effektivt i forhold til mer direkte påvirkning gjennom lovgivning eller andre politiske midler. Det ville da kunne framstå som uetisk i forhold til framtidige generasjoner av nordmenn hvis man påfører fondet kostnader bare for å gjennomføre mer symbolske etiske begrunnede tiltak for å støtte opp under en politikk som bedre fremmes gjennom andre midler.

Det ble også pekt på at det ikke vil være hensiktsmessig for fondet å forfølge et stort antall ulike mål. Etiske retningslinjer vil være mest effektive om de forfølger mål som peker i samme retning. Forpliktelsen til å bruke fondet som virkemiddel blir sterkere der forholdene ligger særlig til rette for bruk av fondet til å oppfylle etiske krav. Utvalget nevnte som eksempel situasjoner der hensynet til etikk og bærekraftig utvikling trekker i samme retning som hensynet til langsiktig økonomisk avkastning.

4.2.3 Klimaendringer som utfordring

Graver-utvalget slo fast at en bærekraftig utvikling er en forutsetning for Pensjonsfondets langsiktige avkastning. Det er bred enighet om at verden står overfor store utfordringer knyttet til klimautviklingen. Global oppvarming kan få stor betydning for folks levekår. Økonomien i verden vil påvirkes av en økning i verdens middeltemperatur utover i det 21. århundre. Også avkastningen i Statens pensjonsfond – Utland vil kunne bli påvirket av denne utviklingen.

Det er etter Regjeringens syn viktig å ta disse utfordringene for Statens pensjonsfond – Utlands framtid på alvor.

En vesentlig del av høringsinstansene har tatt opp spørsmål knyttet til følger av menneskeskapte klimaendringer. Vurderingene i høringsuttalelsene kan deles i to hovedgrupper av argumenter:

1) Pensjonsfondet bør utvikles til et viktig redskap for å forhindre en uheldig klimautvikling.

2) Avkastningen av pensjonsfondet vil påvirkes av klimautviklingen, og pensjonsfondet bør av denne grunn tilpasse både eierskapsutøvelsen og

investeringene for å forsøke å redusere risiki knyttet til avkastningen på sikt.

En del høringsuttalelser vektlegger det første momentet og trekker fram en etisk forpliktelse til å bruke fondet aktivt for å møte klimautfordringene. Andre uttalelser vektlegger i større grad finansielle hensyn for å begrunne at fondet bør justere sin innretning.

Hvilken rolle kan og bør Statens pensjonsfond – Utland spille i klimapolitikken?

FNs klimapanel konkluderte i sin fjerde hovedrapport at menneskeskapte klimagassutslipp er hovedårsaken til den globale oppvarmingen de siste 50 år. De forventede klimaendringene vil kunne medføre alvorlige skadevirkninger for mennesker og miljø. Fattige land vil trolig rammes særlig hardt, bl.a. gjennom oversvømmelser og redusert tilgang på drikkevann.

Målet for den globale innsatsen gjennom Klimakonvensjonen er å stabilisere konsentrasjonen av klimagasser på et nivå som er lavt nok til å hindre farlig, menneskeskapt påvirkning av klimasystemet. Regjeringen vil at Norge skal være et foregangsland i klimapolitikken og en pådriver i arbeidet for en ny og mer ambisiøs internasjonal klimavtale. Regjeringen har besluttet at Norge, i likhet med EU, skal arbeide for at den globale temperaturøkningen holdes under 2 °C sammenlignet med førindustrielt nivå.

Regjeringen har en tredelt strategi for å nå målene i klimapolitikken. En *bedre internasjonal klimavtale* er det første og viktigste elementet. Norge deltar i det europeiske kvotehandelsmarkedet og vil arbeide for et system der karbonutslipp prisettes globalt. En slik pris bør inngå i investerings- og produksjonsbeslutninger for selskaper i hele verden og vil gi insentiver til omlegging til lavkarbonproduksjon. Det andre elementet er at *Norge må bidra til utslippsreduksjoner i utviklingsland og raskt voksende økonomier* som Kina, India m.fl. Norge har tatt et viktig initiativ mot avskoging i utviklingsland. I 2009-budsjettet er det vedtatt en bevilgning på 1,5 mrd. kroner til tiltak mot avskoging og skogforringelse i utviklingsland. Utover dette er det vedtatt å gi tilsagn om ytterligere bevilgninger til skogtiltak på til sammen 1,5 mrd. kroner.

Det tredje er at innsatsen for *reduksjon av utslipp i Norge intensiveres*.

Etter Regjeringens syn er det en etisk forpliktelse for Norge å ta sin del av nødvendige forpliktelser for å unngå en ødeleggende klimautvikling.

Norge har som mål å være et foregangsland i klimapolitikken.

Statens pensjonsfond – Utland er, slik det ble påpekt av Graver-utvalget, ikke egnet til å ivareta alle etiske forpliktelser det norske folk har. Norske myndigheter har, i tillegg til Pensjonsfondet, mange virkemidler til rådighet. De tre hovedstrategiene i klimapolitikken vil mest effektivt fremmes med andre virkemidler.

I rollen som finansiell investor kan Statens pensjonsfond – Utland likevel bidra til å unngå en uheldig klimautvikling, jf. nedenfor. Utgangspunktet vil da være tiltak innen klimafeltet som sammenfaller med målsettingen om å sikre langsiktig avkastning.

Statens pensjonsfond – Utland: Hvorfor er det viktig å møte de langsiktige klimautfordringene

Selv om Statens pensjonsfond – Utland har en avgrenset rolle når det gjelder å forhindre en uheldig klimautvikling, er det flere av fondets særtrekk som tilsier at klimautfordringene er sentrale for forvaltningen av fondet. Dette er også nærmere omtalt i kapittel 2.

Fondet er en langsiktig investor. Det er utfordringer både på kort og lang sikt knyttet til å finansiere landets pensjonsforpliktelser og møte omsorgsutfordringene for en aldrende befolkning. Pensjonsfondet bidrar i dag til å finansiere slike forpliktelser og vil også i fremtiden fylle en viktig funksjon. Regjeringen har i Perspektivmeldingen 2009, jf. St.meld. nr. 9 (2008-2009) belyst disse utfordringene. For å sikre et godt velferds-samfunn også for framtidige generasjoner er det viktig med en fungerende verdensøkonomi med sikkerhet for plasseringer og god avkastning. Klimautfordringene er viktige for en langsiktig investor som er opptatt av en fungerende verdensøkonomi ikke bare i 2010, men også i 2050 og 2100.

Fondet sprer sine plasseringer. Over tid er fondets investeringsmuligheter utvidet til flere ulike plasseringstyper og til ulike geografiske regioner. Fondet er i ferd med å gå inn i fast eiendom, og gjennom å utvide referanseindeksen til flere framvoksende markeder, vil fondet i enda større grad enn tidligere være eksponert for utviklingen i hele verdensøkonomien. Ut fra denne globale investeringsstrategien er det viktig for fondet at det kommer i stand en global klimaavtale og iverksettes tiltak som beskytter mot konsekvensene av global oppvarming.

Fondet er en universell eier som påvirkes av ringvirkninger. Avkastningen til en universell eier påvirkes av omfanget av positive og negative ring-

virkninger av andre selskapers virksomhet, jf. også avsnitt 2.1. Så langt betaler konsumenter og produsenter som slipper ut CO₂-gass bare i begrenset grad de reelle kostnadene ved utslipp. Utslipp av karbondioksid kan være den største negative ringvirkningen som verdensøkonomien står overfor. Pensjonsfondet vil ha en langsiktig interesse av at klimautfordringene møtes med globale initiativ og bindende standarder. Pensjonsfondet vil være tjent med en effektiv og global prissetting av karbonutslipp som kan gjøre klimateknologi mer lønnsomt og presse fram produksjonsmønstre med lavere karbonutslipp.

4.3 Evaluering og videreutvikling av de etiske retningslinjene

4.3.1 Innledning

Generelle utgangspunkter

De etiske retningslinjene har virket i drøyt fire år. På den ene side er dette relativt kort tid når en skal vurdere om intensjonen bak retningslinjene er ivarettatt på en god måte. På den annen side er praksis når det gjelder samfunnsansvarlige investeringer et felt som er i rask utvikling internasjonalt. Jevnlig evaluering er nødvendig for å sikre at arbeidet med ansvarlige investeringer reflekterer beste internasjonale praksis.

Foreløpig må en erkjenne at den langsiktige effekten på omgivelsene av fondets innsats som en ansvarlig investor, gjennom både eierskapsinnsats og effekt av uttrekksmekanismen, er vanskelig å dokumentere. Det er generelt vanskelig å isolere og måle virkninger som følger av bedre selskapspraksis eller en mer bærekraftig utvikling. Målemetoder og måleparametere er foreløpig lite utviklet på disse områdene. Disse forholdene taler for at vi må akseptere å gjøre valg vi mener er riktige, selv om effektene ikke kan måles på samme vis som finansiell avkastning/risiko. Dette kan sammenlignes med andre grunnleggende oppfatninger om markedenes virkemåte som legges til grunn for utformingen av fondets investeringsstrategi, jf. omtale i avsnitt 2.1 ovenfor.

Utover dette finnes det en del opplysninger som viser at beslutninger truffet i medhold av de etiske retningslinjene tillegges vekt av andre i konkrete situasjoner. For eksempel vet en at det er flere forvaltere og fond som trekker ut de samme selskapene som Statens pensjonsfond – Utland fra sine porteføljer, jf. boks 4.5. Det finnes også eksempler på saker hvor engasjement fra

fondets side har bidratt til konkrete resultater, jf. nærmere omtale under avsnitt 3.3.2.

4.3.2 Mål for arbeidet med ansvarlig forvaltning

Innledning

De etiske retningslinjene angir ingen overordnet målsetting eller målformulering som gjelder for retningslinjene som helhet. Det framgår to *grunnlag* for de etiske retningslinjene i pkt. 1, jf. også omtale ovenfor i kapittel 3.

For det første slås det fast at fondet er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom. Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Dette grunnlaget er utgangspunktet for arbeidet med eierskapsutøvelsen. Det overordnede målet med eierskapsutøvelsen er å sikre pensjonsfondets finansielle interesser, jf. de etiske retningslinjene pkt. 3.1. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling. I St.meld. nr. 24 (2007-2008) heter det bl.a. (s. 65):

«Departementet legger til grunn at det er en sammenheng mellom en bærekraftig økonomisk utvikling og en bærekraftig sosial og miljømessig utvikling. Dette betyr at statens pensjonsfond på lang sikt vil være tjent med at selskaper respekterer grunnleggende etiske normer.»

Det kan etter dette legges til grunn at formålet med eierskapsutøvelsen er å styrke fondets finansielle interesser gjennom å søke å påvirke selskaper, deres rammebetingelser eller omgivelser til forretningsatferd som på lang sikt støtter opp under en bærekraftig utvikling.

Det andre grunnlaget som framgår av retningslinjene pkt 1. er at fondet ikke skal foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlater som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljøødeleggelser.

Slik grunnlaget for uttrekksmekanismen er formulert, har den et annet formål enn eierskapsutøvelsen, nemlig å unngå fondets medvirkning til grovt uetiske handlinger.

Høringsinstansenes syn

Flere høringsinstanser er av den oppfatning at det overordnede målet med de etiske retningslinjene, bør være å bidra til et mer ansvarlig næringsliv.

Norsk senter for menneskerettigheter stiller i sitt høringsinnspill spørsmålet: hva er hovedformålet med de etiske retningslinjene? De gir to alternative svar: forhindre medansvar eller påvirke selskaper i riktig retning. Senteret anser at man ved bruken av virkemidler under de etiske retningslinjene bør ha fokus på det siste elementet: påvirkning av selskaper.

Gitt en målsetting om å bidra til langsiktig og bærekraftig utvikling i enkelt-selskaper og samfunnet generelt, anser *KLP* det som mest effektivt om man kombinerer eierskapsutøvelse og uttrekk.

I sitt innspill skriver *Storebrand* at uttrekk i seg selv har liten verdi. Først når mekanismen knyttes opp mot eierskapsutøvelse kan kapitalforvaltere virkelig oppnå resultater innenfor samfunnsansvar, slik *Storebrand* har erfart det.

Bl.a. *Kirkens Nødhjelp*, *Bob Pozen* og *Carlos Joly* tar til orde for at det overordnede målet med de etiske retningslinjene bør være påvirkning av selskaper og å bidra til å endre praksis i retning av et mer ansvarlig næringsliv. Andre høringsinstanser, bl.a. *Attac* har påpekt at det er uklart når det gjelder forholdet mellom målene bak dagens virkemidler, og at det kan være konflikt mellom disse.

Forum for utvikling og miljø mener at der økonomiske hensyn støter mot menneskerettigheter og miljøhensyn, skal de siste ha forrang.

Etikkrådet mener at hovedformålet med uttrekksmekanismen fortsatt bør være å unngå fondets medvirkning til særlig grove etiske normbrudd, og ikke å påvirke selskaper. Etikkrådet mener at det fortsatt må være de verste normbruddene Etikkrådet skal vurdere, og mandatet må være tydelig på dette. Etikkrådet mener at dette har vist seg å fungere operativt i den tiden rådet har vært i virksomhet.

Etikkrådet peker videre på at selv om tilrådinger om uttrekk i enkelte tilfeller også kan føre til påvirkning av selskaper, bør slik påvirkning ikke være et formål med uttrekksmekanismen. En slik ordning vil i realiteten begrense Etikkrådets mulighet til å arbeide med de selskapene som bidrar til de verste normbruddene. Det vil også kunne føre til vanskelige grenseoppganger mot Norges Banks eierskapsutøvelse.

Departementets vurdering

På bakgrunn av innspill i høringsrunden og erfaringer med de etiske retningslinjene hittil, har departementet tatt opp til vurdering om det kan være hensiktsmessig å klargjøre det overordnede målet for arbeidet med etikk og ansvarlighet i forvaltningen. Dette vil i særlig grad kunne ha betydning for forståelsen og utviklingen av departementets rolle innenfor de etiske retningslinjene. Hensikten er at de ulike virkemidlene som systemet gir anvisning på, skal virke sammen for å støtte opp under det overordnede formålet.

I henhold til dagens etiske retningslinjer har virkemidlene eierskapsutøvelse og uttrekk hver sine ulike målsettinger, henholdsvis å sikre fondets langsiktige finansielle interesser og å unngå medvirkning til grovt uetiske handlinger eller unnlatelser. Dette er hver for seg gode målsettinger som er godt egnet som rettesnor for henholdsvis Norges Bank og Etikkrådets arbeid. Det gis imidlertid liten veiledning i de etiske retningslinjene eller i Graver-rapporten for hvorvidt eller hvordan virkemidlene skal ses i sammenheng. For departementet som øverste ansvarlig for praktiseringen av retningslinjene og dessuten beslutningstaker i uttrekkssaker, vil det være hensiktsmessig å kunne forholde seg til en overordnet målsetting som er noe bredere utformet. Dette vil gi føringer for departementets strategi og prioriteringer framover. Departementets rolle tilsier videre at departementet i konkrete tilfeller vil måtte avveie bruken av de enkelte virkemidler og hvordan de eventuelt kan støtte hverandre. Departementet vil dermed måtte ta flere hensyn i betraktning enn det som ligger til Norges Bank og Etikkrådet hver for seg. I et slikt lys vil en overordnet målformulering kunne gi veiledning for vektning av ulike hensyn i en totalvurdering og for bruken av og forholdet mellom virkemidlene man har til rådighet.

I departementets arbeid med evalueringen har en undersøkt praksis blant ulike andre investorer som det er naturlig å sammenligne seg med, og sett at arbeidet som ansvarlig investor ofte har som mål å påvirke porteføljeselskaper og markeder i en positiv retning.

Departementet har videre merket seg at utviklingen internasjonalt nå går i retning av vektlegging av hensyn til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold i hele forvaltningsarbeidet. Et slikt synspunkt er motivert ut fra en tro på at en ansvarlig håndtering av slike hensyn også vil ha betydning for langsiktig finansiell avkastning. Dette re-

Boks 4.2 Overordnede mål for ansvarlig forvaltning

Statens pensjonsfond – Utland må forvaltes slik at det gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og sosial forstand samt velfungerende, legitime og effektive markeder.

Fondet skal forvaltes på en ansvarlig måte som tar tilbørlig hensyn til faktorer knyttet til selskapsstyring, til miljø og til sosiale forhold. Virkemidlene fondet har til rådighet skal anvendes med sikte på:

- å fremme god selskapspraksis og økt bevissthet blant selskaper som fondet har eierandeler i med hensyn til sosiale og miljømessige forhold
- å bidra til at selskapene i porteføljen respekterer grunnleggende etiske normer
- å fremme en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og sosial forstand
- å fremme god selskapsstyring og innretning av finansielle markeder som ivaretar fondets interesse som finansiell investor
- å avskjære fondet fra å ha investeringer som strider mot Norges folkerettslige forpliktelser
- å unngå investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlatelser som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljødeleggelses.

flekteres også i prinsippene for ansvarlig investering fastsatt av UN PRI, som Norges Bank har bidratt til utviklingen av og støttet siden de ble lansert våren 2006. Finansdepartementet ønsker å markere en ytterligere støtte til disse prinsippene ved at også departementet signerer dem på vegne av Statens pensjonsfond. Departementet anser at PRI per i dag er en godt utviklet internasjonal plattform for spørsmål om integrering av hensyn til god selskapsstyring og miljømessige og sosiale forhold i finansiell forvaltning. I rollen som endelig ansvarlig for fondets rammeverk, ser departementet det som viktig at prinsippene gjøres synlig i alle deler av fondsforvaltningen.

Som det framgår i kapittel 2 ovenfor legger departementet til grunn at integrering av hensyn til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold i for-

valtningen dels har sin bakgrunn i at det kan være markedssvikt som det er i fondets finansielle interesse å påvirke. God virksomhetsstyring for å bidra til at selskaper drives i tråd med eiernes langsiktige interesser, og innsats for å fremme velfungerende og velregulerte markeder, er eksempler på dette. For Statens pensjonsfond – Utland vil også en bærekraftig økonomisk utvikling på lang sikt være viktig. Dette kan særlig begrunnes i to forhold: For det første fondets størrelse og plasseringsstrategi, som innebærer at fondet er investert i en svært stor andel av noterte selskaper over en viss størrelse fordelt på markeder og regioner over hele verden. For det andre fondets meget langsiktige investeringshorisont. Den såkalte «universal owner»-hypotesen kan danne et teoretisk fundament for vektleggingen av en bærekraftig utvikling. Det vises til omtale i kapittel 2 ovenfor. De nevnte prinsippene for ansvarlige investeringer, UN PRI, har et innhold som nettopp ser hen til den dimensjonen en langsiktig, ansvarlig investor vil ønske å ta inn over seg.

Departementet vil fortsatt at fondet skal unngå investeringer i selskaper som opptrer grovt uetisk. Utformingen av dagens uttrekksmekanisme kan imidlertid føre til at vurderinger av mulighet til påvirkning av et selskap eller helhetsbedømmelser, i for liten grad tillegges vekt. Dette kan føre til en noe unyansert bruk av dette virkemiddelet, og medføre utfordringer over tid. Departementet mener at hensynet til at vi skal ha «rene hender» ikke kan fritta oss for ansvaret til å foreta en bredere vurdering, bl.a. av om vi som investor, alene eller sammen med andre, kan bruke vår eiermakt til å bevirke positive endringer. Det vises til nærmere drøftelse av dette i avsnitt 4.3.4 nedenfor.

I lys av dette ønsker departementet å klargjøre at man har en overordnet målsetting for virkemidlene man til enhver tid har i rollen som ansvarlig investor. På denne måten bygger man videre på det arbeidet som er gjort og utnytter den tyngden som allerede ligger i virkemidlene separat, samtidig som dette kan bidra til å sikre systemets troverdighet, legitimitet og slagkraft framover i tid.

Departementet legger opp til å klargjøre hvilket overordnet mål man forfølger i arbeidet som ansvarlig investor. Det vises til boks 4.2. Denne målsettingen vil være retningsgivende for arbeidet som ansvarlig investor og for virkemidler som kan anvendes på vegne av fondet. Imidlertid vil ikke alle virkemidler være like egnet til å oppnå de ulike delmålene som er listet opp. Det må foretas en konkret vurdering av hva som er hensiktsmessig. I forhold til gjeldende retningslinjer innebærer dette en

større vektlegging av ønsket om å bidra til endringer i positiv retning når det gjelder bærekraftsspørsmål og selskapers atferd innen god selskapsstyring og sosiale og miljømessige forhold.

4.3.3 Eierskapsutøvelse

4.3.3.1 Innledning

Det er Norges Bank som fondets forvalter som er ansvarlig for å utøve eierrettighetene som følger av fondets posisjon som aksjonær i porteføljeselskapene. Kapittel 3 gir en beskrivelse av Norges Banks eierskapsarbeid og resultatene på dette området i 2008.

Spørsmålet om de etiske retningslinjene på dette området har virket etter hensikten, må besvares ved å vurdere arbeidet som hittil har vært utført opp mot de formål og intensjoner som er fastsatt i retningslinjene.

4.3.3.2 Høringsnotatet

I høringsnotatet heter det under punkt 3.3:

«Hovedformålet med Norges Banks eierskapsutøvelse er å fremme fondets langsiktige finansielle avkastning, bygget på en forutsetning om bærekraftig utvikling. I Norges Bank har oppstarten av eierskapsarbeidet vært nybrottsarbeid, og den første tiden var preget av fokus på å bygge opp en organisasjon, skaffe nødvendig kunnskap og utvikle en strategi for eierskapsutøvelsen. Hovedstyret fastsatte NBIMs strategi for eierskapsutøvelse i 2006. På bakgrunn av den korte virketiden sier det seg selv at det foreløpig ikke kan sies noe sikkert om i hvilken grad Norges Banks eierskapsarbeid har bidratt til å fremme fondets langsiktige avkastning. Dette forsterkes av at det er krevende å måle resultater av eierskapsarbeid, noe som også er påpekt i Graver-rapporten. Det kan ta tid å få gjennomslag for forbedringer, og selskaper kan velge å framstille endringer som resultat av egne initiativer, snarere enn påvirkning fra eiere. Norges Banks eierskapsarbeid må derfor foreløpig vurderes ut fra andre parametre.»

Høringsnotatet tar deretter utgangspunkt i de samme fire vurderingstemaene som Chesterman og Albright Group-rapporten: organisasjon og ressurser, Norges Banks tolkning og implementering av de etiske retningslinjene, spørsmålet om eierskapsarbeidets effekt, samt rapportering.

Når det gjelder *organisering og ressurser*, mener rapporten at eierskapsgruppen i Norges Bank

synes å ha en rimelig ressurstilgang og fokus fra ledelsen. Det pekes på at det er viktig at det er god kommunikasjon mellom eierskapsgruppen og eksterne forvaltere. På den måten får man kommunisert bankens retningslinjer til eksterne forvaltere, slik at disse ved behov kan varsle om problemer i spesifikke selskaper. Tilsvarende kan problemer eierskapsgruppen avdekker innenfor selskapsstyringstemaer gi forvaltere et forvarsel om større problemer i driften av et selskap og dermed kunne ha innvirkning på investeringsbeslutninger.

Under temaet Norges Banks *tolkning og implementering* av de etiske retningslinjene drøfter rapporten om det har vært riktig av Norges Bank å gjøre spesifikke prioriteringer, og deretter diskuterer valget av prioriteringene. I rapporten svares det ja på det første spørsmålet. Det vises til at prinsippene i retningslinjene til FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper er bredt formulert, slik at de ikke uten videre kan anvendes direkte. I rapporten uttales videre at fokus på bestemte områder beskytter fondets avkastning ved at ressursene som settes av til eierskapsarbeid benyttes effektivt. Selv om Norges Bank har valgt ut prioriterte områder, vil også andre temaer ha relevans for de etiske retningslinjer. I rapporten nevnes som eksempel utfordringer knyttet til leverandørkjeder. Dette kan banken forholde seg til etter hvert som eventuelle problemstillinger oppstår, eller en kan velge å samarbeide nærmere med andre investorer om ulike temaer for å dra nytte av en arbeidsdeling mellom investorer.

Når det gjelder prosessen med å velge ut fokusområder, peker rapporten på at det ble gjort et svært grundig arbeid. Det uttales imidlertid at prosessen var lukket, i den forstand at den ikke var gjenstand for offentlig debatt eller høring, før prinsippene ble vedtatt. Rapporten peker på at det, særlig når det gjelder de sosiale og miljømessige temaene, er tilrådelig med et bredere tilfang av synspunkter for å gjøre prioriteringene levedyktige over tid og gjennom skiftende politiske syn, endringer i ledelsen av fondet eller ved en dreining av publikums fokus mot nye temaer.

Etter en nærmere gjennomgang av Norges Banks prioriteringer, er rapportens hovedkonklusjon at implementeringen er «clear, professional and appropriate».

Når det gjelder de tradisjonelle foretaksstyringstemaene (Corporate Governance), uttales det i rapporten at Norges Banks utvalgte temaer er velkjente og egnet til å beskytte investors til-

gang til informasjon og vil være en motvekt til selskapenes administrasjon.

Om satsingsområdene barnearbeid og klima, viser rapporten til at disse er basert på en sammenheng mellom bærekraftige markeder og langsiktige finansielle resultater. Negative eksterne virkninger av klimaendringer og sosiale virkninger av barnearbeid vil være skadelig for porteføljen på lang sikt ut fra Norges Banks rolle som en universell investor med et langt tidsperspektiv.

Norges Banks arbeid rettet mot beskyttelse av barns rettigheter er i følge rapporten banebrytende. Det vises til at å formulere og offentliggjøre sine forventninger i et eget dokument¹⁰ øker tyngden når det gjelder dialog med selskapene. Når det gjelder satsingsområdet miljø og lobbying, finner rapporten at bankens strategi er noe smal. Det uttales at strategien gjerne kan utvides til å omfatte tiltak rettet mot å påvirke selskapene til å øke selskapenes informasjonsnivå når det gjelder virkninger og risiko knyttet til klimaendringer, og videre at banken kan rette eierskapsarbeid mot selskapenes håndtering av regulatorisk og fysisk risiko som følge av klimaendringene, og samarbeide med andre investorer om disse temaene.

Når det gjelder *effekter av eierskapsarbeidet*, pekes det i rapporten på at det er flere forutsetninger som må oppfylles for at eierskapsutøvelse skal nå fram. Det uttales at eierskap først kan sies å være vellykket når realitetene på grasrotplan endres, ikke bare selskapers interne retningslinjer. Norges Bank bør derfor søke å få bekreftet at rapporterte tiltak faktisk blir satt i verk. Særlig når det gjelder barnearbeid, pekes det på at verifikasjon fra tredjeparter vil ha stor verdi.

Videre pekes det på at Norges Bank må utvikle virkemidler for det tilfelle at eierskapsprosesser ikke fører fram. I noen tilfeller vil overtramp være av en slik karakter at nedslag bør være konsekvensen. Norges Bank har per i dag ikke noe klart system for å konkludere med når en eierskapsprosess har mislykkes, eller for konsekvenser av dette. Rapporten mener at det for hver eierskapsprosess bør lages en tidsplan som grunnlag for å måle framgang. Videre bør eierskapsavdelingen kunne gi anbefalinger til de investeringsansvarlige om endringer i porteføljen basert på resultater i eierskapsprosesser. En må i følge rapporten sørge for at beslutninger om nedslag som følge av vurderinger knyttet til eierskapsarbeid ikke medfører ulempe for forvalterne

¹⁰ NBIM Investor Expectations on Children's Rights

Rapporten peker på at Norges Bank i stor grad hittil har valgt å handle på egen hånd når man har gått i dialog med selskaper. Rapporten mener at effekten av eierskapsutøvelsen kan økes dersom Norges Bank i større grad allierer seg med andre investorer, både når det gjelder temaer som faller innenfor og utenfor deres egne prioriterte områder.

Om Norges Banks *rapportering* av sitt eierskapsarbeid, viser rapporten til at årsrapporten for 2007 markerer et stort steg framover når det gjelder Norges Banks åpenhet og kommunikasjon.

4.3.3.3 Høringsinstansenes syn

Høringsinstansenes innspill når det gjelder eierskapsutøvelse generelt har vært konsentrert om følgende hovedtemaer: ønske om økt innsyn og åpenhet i Norges Banks arbeid med de etiske retningslinjene, forslag om økt engasjement i EITI og i et pågående arbeid om en ny regnskapsstandard for utvinningsindustri (såkalt «land-til-land-rapportering»), forslag om forventningsdokumenter på flere felter etter mønster av barnearbeidsdokumentet, samt påpekning av at det er viktig at tilstrekkelig ressurser settes av til arbeidet. I tillegg er det mange synspunkter på eierskapsarbeid rettet mot klimautfordringer.

Norges Bank sier i sin høringsuttalelse at eierskapsutøvelse er et viktig virkemiddel for å ivareta etiske hensyn i aksjeforvaltningen. Norges Bank uttaler:

«Fondets langsiktighet, størrelse, geografiske utbredelse og vekst, det økte antall selskaper i porteføljen og det økende antall selskaper der fondet har forholdsvis store eierandeler, forsterker betydningen av eierskapsutøvelse. Etersom målestokken for fondet er en global markedsportefølje vil fondet med stor sannsynlighet være langsiktig investert i de fleste større noterte selskaper. Det er dermed i fondets interesse å styrke styringsstrukturen og evnen til å skape verdier i disse selskapene. Det er også i fondets interesse at markedene er vel fungerende, åpne og godt regulert for å motvirke alvorlig markedssvikt samt omfattet av rimelige atferdsstandarder, slik at de bidrar til en bærekraftig utvikling.»

Norges Bank mener at eieraktivitetene må ta utgangspunkt i fondets finansielle interesser for å være effektive og ha legitimitet. Banken mener det er riktig å ha høye ambisjoner for hva eierskapsutøvelse kan utrette, og framhever:

- at virkninger vil vise seg på lang sikt, men bare sjelden på kort sikt,
- at selv om Norges Bank stadig oftere tilhører gruppen av større aksjonærer i et selskap og ofte har tilgang til beslutningstagere, vil eierandelene ikke være større enn at eierskapsutøvelsen må møte forståelse og respekt fra andre aktører i finansmarkedet for å kunne bli særlig virksom,
- at eierskapsutøvelsen må ta utgangspunkt i at rollen som investor er forskjellig fra de rollene som for eksempel myndigheter og interesseorganisasjoner spiller, men at aktørene i noen tilfeller kan dra i samme retning, og
- at selskaper som oftest vil beskrive endringer som egne initiativer, og ikke som reaksjon på investorers ønsker. Resultater av eieraktiviteter er derfor ikke alltid lett å dokumentere.

Norges Bank mener videre at mandatet for eierskapsutøvelsen – å fremme fondets finansielle interesser blant annet ved å bidra til en bærekraftig utvikling – angir en klar retning for arbeidet. Det er i eierskapsutøvelsen behov for å velge satsingsområder som er utledet av dette mandatet. Satsingsområdene bygger også på en vurdering av hvilke sakstyper som er best egnet for dialog med selskaper og standardsettere. Ved å velge satsingsområder kan en øke gjennomslaget, blant annet ved kompetanse og allianser og ved å skape forventninger i selskapene. Dette fordrer langsiktighet og påregnelighet. Satsingsområdene bidrar til en arbeidsfordeling blant institusjonelle investorer.

Eierskapsutøvelsen tar sikte på å fremme fondets interesser ved å influere på porteføljeselskaper og markedsstandarder. Norges Bank viser til at en benytter en rekke verktøy i sin eierskapsutøvelse. Arbeidsprosessene er under utvikling, og bl.a. vil det bli etablert robuste prosedyrer for å avslutte selskapsdialoger dersom de ikke gir ønsket resultat.

Norges Bank uttaler at til forskjell fra mindre nisjeinvestorer og andre samfunnsaktører som søker å påvirke selskaper i enkeltsaker, er det tungtveiende å verne om en investorprofil som kan gi langsiktig innflytelse. For å ivareta dette vil Norges Bank unngå å detaljstyre selskaper. Banken uttaler at de må være påpasselige med ikke å bli marginalisert som en investor som tar opp spørsmål som betyr lite for selskapenes verdiskaping. Norges Bank vil derfor rette oppmerksomheten mot styringsstruktur, prosedyrer og spørsmål som er av overordnet betydning for selskapet og som en forventer at styre og topledelse har befatning med.

SIGLA uttaler at aktivt eierskap er en vel anerkjent metode som anvendes av mange investorer og kapitalforvaltere. Samtidig kan det være krevende å oppnå og dokumentere resultater, spesielt på kort og mellomlang sikt. Norges Bank bør få rom til å fortsette å utvikle sitt arbeid uten større omlegginger eller nye krav. Samtidig er det rimelig å forvente at resultater vil kommuniseres i større omfang og detalj i årene som kommer ettersom dette arbeidet får større vekt. Det vil være ønskelig at Norges Bank utarbeider eksempler på hvordan man har lyktes i å påvirke selskaper til mer bærekraftige strategier og hvordan dette har påvirket den finansielle avkastningen.

Martin E. Sandbu mener at selv om det kan være hensiktsmessig å unngå offentlighet mens en prosess er i gang, bør Norges Bank kunne offentliggjøre detaljer rundt prosesser som enten har gitt resultater eller har slått feil. Sandbu mener at det hører med til den offentlige forvaltningens ansvar overfor befolkningen å dokumentere hvordan man forvalter det som uttrykt skal være befolkningens overlappende konsensus i etiske spørsmål.

Robert A.G. Monks peker i sin høringsuttalelse på at oppnåelse av resultater i eierskapsarbeidet vil avhenge av en nøye utarbeidet strategi, samt at det settes av tilstrekkelige ressurser. Samarbeid med andre investorer kan være nyttig i enkelte tilfeller, men Monks er mer usikker på om varige forbindelser med andre investorer vil være produktivt. Fondet må være nøye med ikke å la sitt renommé bli uheldig påvirket av andres opptreden.

I praksis vil effektivt eierskapsarbeid i følge Monks kreve at Norges Bank inntar en lederposisjon, og lar andre slutte seg til samme sak. Om dette er hensiktsmessig, særlig i lys av debatten om statlige investeringsfond, må fondets eier beslutte. Hvis Norges Bank skal innta en lederrolle, mener Monks at det vil være nødvendig med langt flere enn 10 personer. Han viser til langt høyere antall personer engasjert i aktivt eierskap i selskaper som han anser som ledende, CalPERS og Hermes, og at disse institusjonenes programmer er mindre ambisiøse enn Norges Banks. *Forum for utvikling og miljø* anbefaler at departementet styrker kapasiteten og øker ressursene i Corporate governance-gruppen i Norges Bank.

KLP viser til at eierskapsutøvelse ofte er kritisert på grunn av at det er vanskelig å måle effekter av arbeidet. KLP mener det vil være lettere å vurdere resultatene av arbeidet dersom de etiske retningslinjenes kriterier for uttrekk legges til grunn også for eierskapsutøvelsen. Å arbeide ak-

tivt for å unngå en eventuell eksklusjon eller for å re-inkludere et selskap vil styrke eierskapsutøvelsens målbarhet. KLP roser Norges Bank for årsrapporten for 2007 og åpenheten om arbeidet på området. KLP mener likevel at Norges Bank bør vurdere større åpenhet om eierskapsprosessene. Dette kan både virke disiplinerende, styrke resultatene og øke tilliten og troverdigheten.

KLP mener at Norges Bank ikke bør bruke mer ressurser på å verifisere faktiske endringer i selskapene. KLP anbefaler sin egen modell hvor selskapet selv må sørge for at uavhengige tredjeparter verifiserer faktiske endringer.

KLP mener at det kan ha vært fornuftig av Norges Bank å etablere fokusområder for å ta en lederrolle på disse feltene. KLP mener imidlertid at en så stor og respektert aktør som Statens pensjonsfond – Utland bør ha grunnleggende internasjonale normer innenfor menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljøvern og antikorrupsjon på agendaen både i dialog og i eierskapsutøvelse overfor selskapene. Selskaper som bryter med de etiske retningslinjenes kriterier for uttrekk bør være en del av Norges Banks dialogunivers.

James P. Hawley og *Andrew T. Williams* mener at Norges Banks aktive eierskapsutøvelse har vært håndtert på en effektiv og formålstjenlig måte. De sier seg enig i påpekningen i Chesterman og Albright-rapporten om at fokusområdet innenfor klimaarbeidet er noe smalt utformet, men mener likevel at banken må vurdere utvidelse av fokusområder nøye. For at det aktive eierskapsarbeidet skal virke, bør det være tett knyttet til bankens rolle som en finansiell investor. For eksempel vil forventninger knyttet til selskapers rapportering om virkninger og risiko knyttet til klimaendringer være en hensiktsmessig utvidelse av bankens eksisterende fokusområde. Andre utvidelser av bankens fokusområder bør bare gjøres etter grundige vurderinger. Hawley og Williams er enig i at banken bør utvikle retningslinjer for når et engasjement har slått feil og med en klar angivelse av konsekvensene av dette. Utelukkelse bør være bare ett av flere handlingsalternativer, som kan omfatte fortsatt observasjon, samarbeid med andre investorer eller frivillige organisasjoner eller reduksjon eller frys av beholdningen. Bankens rolle bør overvåke om faktiske endringer inntrer, enten ved hjelp av egne ressurser eller tredjeparter.

Hawley og Williams mener videre at samarbeid med andre investorer er viktig for gjennomslag i kommunikasjonen med selskaper, men også for å etablere Norges Bank som en ledende aktør

innenfor utvalgte felter. Dette bør imidlertid ikke være noe hinder for direkte én-til-én-kommunikasjon med relevante selskaper. Hawley og Williams understreker betydningen av klar kommunikasjon utad, og fremhever i så måte nivået på årsrapporteringen for 2007.

Finansnæringsens hovedorganisasjon (FNH) understreker viktigheten av at Statens pensjonsfond - Utland samarbeider med andre investorer om å påvirke selskapers utvikling i tråd med intensjonene i de etiske retningslinjene. Bl.a. vises det til at dette kan gjøres gjennom Principles for Responsible Investment (PRI) hvor FNH mener at Statens pensjonsfond - Utland kan ta en mer aktiv rolle.

Flere, blant annet *Changemaker*, *Kirkens Nødhjelp*, *Redd Barna* og *Publish What You Pay* er opptatt av at Norges Bank gjennom sitt eierskapsarbeid skal bidra til økt åpenhet om selskapers betalingsstrømmer. De nevner særlig arbeid med en ny regnskapsstandard for selskaper i utvinningsindustrien, som vil kreve rapportering av betalingsstrømmer til lands myndigheter, samt bl.a. kostnader og produksjonsdata, brutt ned på landsnivå. Videre nevnes EITI som et egnet tiltak for økt åpenhet fra selskapenes side og at Norges Bank bør bidra til å fremme dette arbeidet.

Kristian Alm og Redd Barna peker på at det ikke er mulig å utøve aktivt eierskap på grunnlag av eie av obligasjoner, og mener at eierskapsutøvelsen og de etiske retningslinjene dermed bare får betydning for aksjeporteføljen. *Forum for utvikling og miljø* gir uttrykk for lignende synspunkter.

I høringsrunden er det kommet inn flere synspunkter på eierskapsarbeidet knyttet til klimautfordringen:

Bellona presenterer en omfattende miljøstrategi som også innbefatter eierskapsengasjement. På samme måte som Norges Bank har publisert forventninger knyttet til barnearbeid (som ifølge *Bellona* har blitt en standard også for andre investorer), bør fondet utvikle et liknende forventningsdokument som skal ligge til grunn ikke bare for eierskapsaktivitet, men også for screening av porteføljen. I dette dokumentet bør en inkludere krav om avdekking av utslipp, retningslinjer for å vurdere nåværende og framtidige risiki og muligheter for selskaper knyttet til klimautviklingen, retningslinjer for hvordan ulike prisscenarier for CO₂ bør bli anvendt i selskapers investeringsbeslutninger og til sist, retningslinjer for utvikling av utslippsreduksjonsplaner.

Framtiden i våre hender foreslår at klimaprofilen i Pensjonsfondet styrkes. Eierskapsarbeidet i Pensjonsfondet oppfattes som bra, men fokuset bør utvides i forhold til dagens vektlegging av uheldig klimalobbyisme.

Greenpeace vektlegger betydningen av å engasjere seg i selskapsstyring. Statens pensjonsfond - Utland som langsiktig investor bør overbevise selskapers ledelse om å overkomme kortsynthet og gjennomføre klimastrategier for selskaper for å skifte til en lavkarbonøkonomi, med effekt lenge etter at de nåværende ledere har gått av. På samme måte som Statens pensjonsfond - Utland har satt opp forventninger til selskaper for å unngå barnearbeid, bør forventninger knyttet til klimaforandringer også utvikles. *Greenpeace* presenterer selv et rammeverk for «*Corporate Governance for Climate Change*».

Changemaker vektlegger at Pensjonsfondet bør utvide sitt eierskapsarbeid knyttet til klima.

4.3.3.4 Departementets vurdering

Generelt

En vurdering av virkemiddelet eierskapsutøvelse bør naturlig ta utgangspunkt i arbeidsdelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Finansdepartementet har gjennom fastsettelsen av de etiske retningslinjene satt rammene for eierskapsutøvelsen, og angitt bærekraftig utvikling som en viktig premisse. Departementet har videre fastsatt krav til arbeidet som er av svært overordnet karakter, ved å angi at eierskapsutøvelsen skal bygge på FN's Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og multinasjonale selskaper. Den nærmere utformingen av innholdet i dette virkemiddelet er i stor grad overlatt til Norges Bank, jf. de etiske retningslinjene pkt. 3.1.

Når det gjelder mulighetene for å vurdere og måle effektene av eierskapsarbeid, vil departementet vise til det som er sagt under avsnitt 4.3.1 ovenfor. Det kan tilføyes at et generelt poeng med eierskapsinitiativ er at gevinstene kan falle på alle investorer, ikke bare på dem som engasjerer seg. Eierskapsarbeid vil i mange tilfeller, for eksempel knyttet til bransjeinitiativ og reguleringsinitiativ, være innrettet på å «løfte markedet», dvs. å få det til å fungere bedre, ikke «slå markedet», dvs. å sikre en meravkastning for egen portefølje sammenliknet med resten av markedet. Det vil dermed ikke være lett å måle resultat av arbeidet når det ikke finnes en kontrollgruppe som det kan

sammenlignes med. En må også ta hensyn til at selskaper ofte vil være interessert i å framheve bedringer i selskapspraksis som resultat av egne initiativer, slik at en investors påvirkning ikke nødvendigvis kommer tydelig fram.

Enkelte høringsinstanser har vært bekymret for at de etiske retningslinjene ikke får anvendelse for obligasjonsinvesteringene, fordi obligasjoner ikke gir grunnlag for utøvelse av aktivt eierskap. Departementet vil for det første vise til at uttrekksmekanismens anvendelsesområde er alle selskaper i porteføljen, uavhengig av om fondet eier aksjer, obligasjoner eller begge typer verdipapirer i et selskap. Videre vil fondet i mange tilfeller eie både aksjer i og obligasjoner utstedt av samme selskap. I den grad det utøves aktivt eierskap på grunnlag av aksjeeie i et selskap hvor en også eier obligasjoner, vil det aktive eierskapet få indirekte anvendelse på obligasjonsporteføljen.

Implementering av eierskapsutøvelsen – Norges Banks arbeid

En beskrivelse av Norges Banks arbeid med eierskapsutøvelse er gitt ovenfor i kapittel 3. Departementet legger på bakgrunn av rapporten fra Chesterman og Albright Group, høringsinnspillene og egne observasjoner til grunn at Norges Bank har gjort et godt arbeid for å utarbeide og gjennomføre eierskapsarbeid i henhold til mandatet.

Noen viktige prinsipielle utgangspunkter for eierskapsarbeidet ble formulert i Graver-rapporten. Graver-utvalget anså at eierskapsutøvelse først og fremst er egnet som virkemiddel der hensynet til etikk og langsiktig finansiell avhenting trekker i samme retning (NOU 2003: 22 s. 25):

«Det vil likevel neppe være slik at de tema som har størst oppmerksomhet i opinionen ut fra et etisk engasjement, uten videre er sammenfallende med hva store kapitalforvaltere vil prioritere å fokusere på av hensyn til å beskytte langsiktige aksjonærverdier. I en rekke spørsmål hvor det er et sterkt etisk engasjement fra ulike pressgrupper, vil sammenhengen mellom etikk og avkastning være mer usikker enn i mer klassiske eierspørsmål som for eksempel krav til regnskapsinformasjon og uavhengighet mellom styre og administrasjon. Behovet for å avveie ressursbruk mot forventet langsiktig gevinst vil tale for å prioritere spørsmål hvor hensynet til å beskytte langsiktige aksjonærverdier på lang sikt synes å være klarest. I tilfeller hvor sammenhengen mellom etikk og langsiktig avkastning enten er uklar eller nega-

tiv, er ikke eierskapsutøvelse et egnet virkemiddel for å fremme etiske hensyn. Dette innebærer at eierskapsutøvelse ut fra hensynet til langsiktig avkastning ikke vil være svar på alle etiske utfordringer som det norske samfunn står overfor gjennom sine eierandeler i internasjonalt næringsliv, og det vil heller ikke føre til at den politiske og etiske kritikken av Petroleumsfondets virksomhet vil opphøre. Det vil løpende være grunnlag for debatt både om utformingen av retningslinjene for eierskapsutøvelsen og for forvalterens opptreden innenfor disse retningslinjene.»

I Revidert nasjonalbudsjett 2004 slutter departementet seg til dette synet (s. 64). Videre heter det:

«Videre bør man også iaktta den vanlige arbeidsdelingen mellom bedrifters eiere, styre og administrasjon. Eiernes naturlige oppgaver er å utpeke styre og ta stilling til overordnede strategiske spørsmål. Det er verken mulig eller ønskelig at Petroleumsfondet går detaljert inn i administrasjonen av selskaper.»

Enkelte høringsinstanser har trukket fram at det er viktig at etiske hensyn må få forrang i eierskapsutøvelsen hvis det er konflikt mellom etiske og finansielle hensyn

Departementet antar at det i mange tilfeller ikke vil være noen konflikt mellom etiske hensyn og finansielle hensyn, særlig hvis den finansielle vurderingen er langsiktig. I den grad det er konflikt mellom disse hensynene, vil det imidlertid være lite sannsynlig at Norges Bank får gjennomslag for standpunkter som går på bekostning av et selskaps langsiktige finansielle avkastning. Dersom Norges Bank opptrer på en måte som stemmer dårlig overens med rollen som finansiell forvalter, kan dette medføre fare for at fondet kan oppfattes som et politisk redskap. Dette kan være uheldig, fordi det kan svekke fondets omdømme internasjonalt som en finansiell investor og dermed potensielt begrense fondets investeringsmuligheter, jf. den internasjonale debatten om statlige investeringsfond.

Departementet antar at spillerommet for hva Norges Bank legitimt kan ta opp med et selskap gjennom dialog kan øke dersom det er bygget opp et tillitsfullt forhold til selskapet eller ved samarbeid og arbeidsdeling med andre investorer. Flere eiere som har karakter av å være universelle eiere kan ta opp forhold som for deres samlede portefølje vil være gunstig, men som på kort sikt vurderes som negativt for det enkelte selskap. Dette kan ev. gi mulighet for å øke bredden i dialogen også til te-

maer som ikke på kort sikt har relevans for utsiktene til finansiell avkastning. Det er vanskelig å angi klare føringer for slike tilfeller. Det må overlates til forvalterens skjønn i det konkrete tilfellet. Synet på hva som er naturlig for en finansiell forvalter å ta opp med selskaper kan også skifte over tid. Departementet ser det som viktig at Norges Bank vurderer denne problemstillingen fortløpende.

Departementet ser det som positivt at Norges Bank har utviklet flere ulike virkemidler og innfallsvinkler til sitt eierskapsarbeid, jf. beskrivelsen i kapittel 3 ovenfor.

Departementet mener at Norges Bank har valgt arbeidsformer og virkemidler som samsvarer godt med rollen som aksjonær og finansiell forvalter. I samsvar med de etiske retningslinjene har banken utarbeidet interne retningslinjer for eierskapsarbeidet (2004). Her presiseres det at retningslinjene har dynamisk karakter og at arbeidet vil være en prosess i kontinuerlig utvikling. Departementet vil særlig framheve betydningen av arbeidet som er gjort for å konkretisere forventninger til selskapene gjennom Norges Banks forventningsdokument om barnearbeid og prinsippene for stemmegivning (2008). Disse dokumentene er etter departementets syn godt egnet til å styrke forutberegneligheten i eierskapsutøvelsen. Dette er viktig for å sikre retningslinjenes legitimitet, både overfor selskapene i porteføljen og for allmennheten i Norge. Samtidig gir det godt grunnlag for andre investorer til å følge opp samme prinsipper som Norges Bank legger til grunn.

Departementet vil også framheve det ressurskrevende og til dels kompliserte arbeidet som gjøres i forbindelse med Norges Banks stemmegivning, og ikke minst at stemmegivningen og retningslinjene for dette offentliggjøres. Dette gir god anledning for allmennheten til å få innsyn i Norges Banks arbeid på området.

Departementet finner det positivt at banken både innretter sitt arbeid mot konkrete enkelt-selskaper, men også mot påvirkning av markeder og markedsforhold. For en så stor og diversifisert investor som Norges Bank, vil for eksempel påvirkning av reguleringsmessige forhold kunne være det middelet som gir mest effekt ved at det vil omfatte flere av selskapene i porteføljen.

Når det gjelder direkte selskapskontakt, synes de kriterier for utvalg av selskaper for dialog som det er redegjort for i årsmeldingen for 2007 å være hensiktsmessige. Disse synes å gi grunnlag for en god vurdering av forholdet mellom ressursinnsats og nytte, også i form av potensiell effekt

på andre selskaper. Departementet finner det positivt at Norges Bank også kan ta opp forhold med selskapene som dukker opp mer ad hoc, for eksempel gjennom medieoppslag el.l.

Det er et naturlig utgangspunkt for en investor av Norges Banks størrelse i hovedsak å rette innsatsen mot selskapenes styrer, og det er positivt at Norges Bank synes å ha god tilgang til selskapsledelsene.

Chesterman og Albright Group-rapporten tok opp to spørsmål av betydning for effekten av Norges Banks arbeid. Dette gjaldt for det første spørsmål knyttet til hvordan resultater av eierskapsprosesser skulle verifiseres. For det andre pekte rapporten på en mangel på klare prosesser når det gjaldt kriterier for når en eierskapsprosess skulle anses å være mislykket og hvilke virkninger dette skulle få. Departementet viser til at Norges Bank i dag utarbeider en plan for alle eierskapsprosesser, som omfatter målet med dialogen, tidsplan, hvilke ressurser som skal settes av mv. Departementet antar at det er naturlig at både forhold knyttet til uavhengig verifikasjon av opplysninger, og mulige utfall av en prosess som ikke er tilfredsstillende, bør inkluderes i en slik plan.

Departementet har ovenfor redgjort for PRI, som Norges Bank har sluttet seg til, og hvor det første prinsippet er at ESG-hensyn skal integreres i investeringsanalyser og beslutningsprosesser. Departementet tar sikte på å stille krav om at det skal tas inn en redegjørelse i Norges Banks interne strategiplan for hvordan banken planlegger å integrere hensyn knyttet til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold i forvaltningen av fondet. Det skal bl.a. omfatte nærmere opplysninger om hvilke ressurser som settes av og hvilke prioriteringer banken vil gjøre mv.

Flere høringsinstanser ønsker en større grad av åpenhet om Norges Banks selskapsdialoger. Departementet har merket seg Norges Banks vektlegging av konfidensialitet i dialog med enkelt-selskaper som forutsetning for en god og effektiv prosess med selskapet. Departementet mener at det er viktig at Norges Bank i eierskapsprosessene forholder seg til hva som er en allment akseptert framgangsmåte blant finansielle investorer når det gjelder selskapskontakt. Imidlertid er det også et viktig hensyn at allmennheten får tilstrekkelig informasjon til selv å kunne danne seg et bilde av omfanget og kvaliteten av Norges Banks arbeid. Andre velrenommerede investorer synes i stadig økende grad å utvise åpenhet omkring eierskapsarbeidet. Departementet vil løpende drøfte omfanget av informasjon om eierskaps-

arbeidet med Norges Bank. Norges Bank bør vurdere muligheten for å offentliggjøre enkeltheter i pågående selskapsdialoger fra sak til sak, og særlig når en prosess anses avsluttet. Departementet vil videre regulere ulike aspekter av Norges Banks ordinære rapportering av eierskapsarbeidet nærmere i forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, jf. punktet om rapportering nedenfor.

Eierskapsarbeidet til Norges Bank foregår fullt ut for Finansdepartementets regning og risiko. I den grad det må foretas en avveining mellom hensynet til eierskapsarbeidets effektivitet på den ene side og legitimitet på den annen side, må denne vurderingen til syvende og sist foretas av oppdragsgiver.

Som nærmere omtalt i kapittel 3, har Norges Bank valgt ut *fokusområder* for eierskapsutøvelsen. Dette gjelder fire satsingsområder innenfor tradisjonell selskapsstyring. Under sosiale og miljømessige forhold har banken valgt ut barnearbeid og barns rettigheter samt selskapers lobbying overfor nasjonale og overnasjonale myndigheter i spørsmål relatert til langsiktige miljøforandringer.

Departementet slutter seg til Chesterman og Albright Group-rapportens syn om at det har vært en riktig strategi å konsentrere innsatsen på utvalgte områder. Etter departementets syn har banken valgt ut temaer som er godt i samsvar med Norges Banks rolle og det langsiktige målet om god finansiell avkastning. I tillegg er temaene svært viktige i seg selv ut fra et etisk perspektiv.

Innenfor tradisjonell selskapsstyring har banken valgt ut emner som er avgjørende for en aksjonærs muligheter til å utøve den innflytelse over et selskap som eierandelen tilsier. Departementet anser at disse spørsmålene knytter seg direkte til utsiktene til en langsiktig god finansiell avkastning, samtidig som god selskapsstyring er en forutsetning for en god innretning på arbeidet med sosiale og miljørelaterte spørsmål.

Generelt vil departementet peke på at tiltak som øker transparens og tilgangen av analyserbare data vil være positivt. Dette vil bidra til å bedre markedets effektivitet og redusere feilprising i markedet. Dette vil være en fordel for en bred indeksforvalter som Statens pensjonsfond – Utland. Bedre informasjonstilgang vil også være viktig for andre forhold enn de rent finansielle, for eksempel når det gjelder rapportering om sosiale og miljømessige forhold. Det vises for øvrig til særskilt omtale av miljørapportering i boks 4.3.

Rapporten fra Chesterman og Albright Group er svært positiv når det gjelder Norges Banks arbeid med barns rettigheter og viser bl.a. til at banken har formulert klare forventninger til selskaper, og gjort disse offentlig kjent. Dette øker muligheten for å påvirke ikke bare selskapene, men også andre investorer. Videre viser rapporten til at det er positivt at banken i arbeidet med forventningsdokumentet har samarbeidet med andre investorer og frivillige organisasjoner. Mange av høringsinstansene har også framhevet Norges Banks arbeid på dette området. Departementet slutter seg til det positive synet som framkommer. Departementet viser også til de konkrete resultatene av prosessen som omfattet barnearbeid i India med utgangspunkt i virksomhet drevet av selskapet Monsanto, jf. omtale i kapittel 3 ovenfor.

Departementet mener at Norges Bank gjennom sitt satsingsområde innenfor miljøområdet gjør en viktig innsats knyttet til klimautfordringen. Utgangspunktet for bankens arbeid er en framvoksende oppfatning innenfor flere sektorer og industrier om at det er behov for større sikkerhet rundt framtidig lovgivning og rammevilkår.

Det er i fondets interesse at de verste scenariene for klimaforandringer unngås, og dette utgjør et viktig premiss for Norges Banks selskapsdialoger på dette feltet. Samtidig er det i fondets interesse at myndighetene i de enkelte landene, også gjennom internasjonalt samarbeid, velger de mest kostnadseffektive løsningene. Dette vil på lang sikt tjene fondets inntjening og bærekraft.

Retningslinjene for Norges Banks stemmegivning sier blant annet at en vanligvis vil støtte forslag som ber selskaper rapportere om utslipp av klimagasser og tilpasningsstrategier når den eksisterende rapportering ikke er tilfredsstillende og offentliggjøring vil være i aksjeeiernes interesse. Forslag som kommer opp om klimaforandring og forretningsstrategi vil vurderes fra sak til sak. Bedre rapportering om selskapers klimautfordringer og strategier vil kunne gi bedre grunnlag for informerte investeringsbeslutninger.

I høringsrunden er det flere som mener at eierskapsarbeidet bør være noe bredere anlagt på klimaområdet. Det er viktig å understreke at Norges Bank også på dette området engasjerer seg i samarbeid med andre investorer. I 2008 ble det tatt to viktige initiativer. Norges Bank knyttet seg til det såkalte Carbon Disclosure Project, som er en uavhengig, non-profit organisasjon som samler inn og publiserer informasjon om bedrifters utslipp av drivhusgasser og annen informasjon knyttet til bedrifters håndtering av klimagassproble-

Boks 4.3 Særlig om selskapers miljørapportering

En forutsetning for effektiv allokering av kapital og en bærekraftig utvikling på sikt er tilgang på informasjon slik at skjulte kostnader og risiki i selskaper og markeder kan avdekkes. Et mål for Finansdepartementet er dermed å arbeide for mer transparens i markedene og få til bedre prising av kostnader for å hindre selskaper i å kunne velte kostnader over på andre.

I miljøsammenheng er det viktig at det er tilgjengelig informasjon om hvor godt ulike selskaper er forberedt på ulike miljøkonsekvenser, for eksempel en utvikling der en vil legge sterke begrensninger på utslipp av karbon. Dette har betydning for markedenes effektivitet og riktig prissetting av selskapene.

Måling og rapportering om miljøpåvirkning er et nødvendig grunnlag for integrering av ESG-hensyn. Mer allmenn bruk av åpne miljøstyringssystemer skal sikre at investorer som ønsker å ta miljøhensyn i sin forvaltning har et mer pålitelig grunnlag av sammenliknbare data. Det er en rekke fond som allerede har integrert miljøkriterier i sine investeringsbeslutninger og i sin eierskapsutøvelse.

Den norske regnskapsloven inneholder bestemmelser om miljørapportering. For en nærmere vurdering vises det til St.meld. nr. 10 (2008-2009) Næringslivets samfunnsansvar i en global økonomi. Etablert norsk politikk anbefaler at bedrifter slutter seg til de globale rapporte-

ringsordningene for miljø som utarbeides gjennom Global Reporting Initiative (GRI).

Åpen, sammenliknbar og pålitelig miljørapportering, godt integrert med selskapets daglige drift, vil generelt være positivt for finansielle investorer. Både i direkte dialoger og gjennom stemmegivning er det derfor viktig å legge vekt på å få fram informasjon knyttet til risikofaktorer, bl.a. relatert til klimaproblematikk.

Departementet vurderer dette til å være i tråd med Statens pensjonsfond – Utlands langsiktige interesse. For å unngå ulike rapporteringskrav fra mange ulike investorer er det viktig at rapporteringskrav samordnes. Carbon Disclosure Project er et eksempel på et slikt samordnet rapporteringsinitiativ som Norges Bank har sluttet seg til.

Departementet har vurdert nytten av en samlet gjennomgang av miljørapporteringen fra selskapene i porteføljen. Nyten måtte i så fall avveies mot den betydelige arbeidsinnsats som ville kreves for å summere opp miljøutviklingen i nærmere 8 000 selskaper. I høringsrunden er det kommet inn flere innspill som ønsker en samlet porteføljegjennomgang av Statens pensjonsfond – Utland knyttet til selskapers CO₂-utslipp og medfølgende risiko for avkastningen. Departementet tar sikte på en utredning om slike spørsmål, jf. omtale i avsnittene 2.5 og 4.3.6.

matikk. I november 2008 deltok Norges Bank i et opprop til statsledere og klimaforhandlere fra mer enn 130 investorer med en samlet forvaltning på 6 400 milliarder dollar, om at en framtidig klimaavtale må bli sterk og bindende. Disse initiativene er nærmere omtalt i kapittel 3.

Når nå Statens pensjonsfond – Utland skal gå inn i fast eiendom, reiser det seg nye muligheter til å innarbeide klimahensyn i forvaltningen. Gjennom store eierandeler i deler av eiendomsforvaltningen vil Norges Bank som forvalter kunne ha større innflytelse på de krav som stilles til de underliggende aktivaene i porteføljen enn gjennom forvaltningen av aksje- og renteporteføljen. Det taler for å ta særlige miljøhensyn i eiendomsforvaltningen. Statens pensjonsfond – Utland bør derfor følge og bidra til utviklingen av beste praksis i integreringen av miljøhensyn i forvaltningen av fast

eiendom. Departementet tar sikte på at det stilles krav om at Norges Bank skal delta aktivt i det arbeidet som foregår internasjonalt med å utvikle særlige miljøhensyn ved eiendomsinvesteringer.

Departementet understreker viktigheten av et godt fungerende eierskapsarbeid knyttet til klimautfordringen. I kraft av å være en langsiktig og global aktør med investeringer i mange selskaper som vil påvirkes av klimautfordringer, er det viktig å påvirke selskaper til å forberede seg på en framtidig økonomi der utslipp av karbon vil være svært kostbart og vil bli redusert.

Departementet er alt i alt tilfreds med de temaene som Norges Bank har valgt å fokusere på i sitt eierskapsarbeid. Samtidig ser departementet at dokumentene som de etiske retningslinjene angir som grunnlag for eierskapsutøvelsen, FN's Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjo-

nale selskaper og selskapsstyring, tematisk dekker flere forhold enn det Norges Banks arbeid hittil har fokusert på. Som en del av det høye ambisjonsnivået som departementet mener er riktig å legge til grunn for Statens pensjonsfond som en ansvarlig investor, mener departementet at bredden i Norges Banks eierskapsarbeid gradvis bør utvides. Departementet anser at en videreutvikling av Norges Banks eierskapsarbeid bl.a. bør skje gjennom utarbeidelse av forventningsdokumenter innenfor andre temaer, og vil be Norges Bank utarbeide flere slike, bl.a. innenfor miljøfeltet. Flere høringsinstanser har tatt opp at Norges Bank bør utarbeide et forventningsdokument på klimaområdet. Departementet mener at dette kan være hensiktsmessig og antar at dette bl.a. kan omfatte forventninger som omhandler selskapers strategier og risikoanalyser knyttet til klimautfordringer og innstramminger i klimapolitikken. Det vises også til avsnitt 4.4.2 nedenfor hvor et forventningsdokument om selskapers åpenhet og rapportering er omtalt. Departementet ser for øvrig at det er viktig at arbeidet med nye forventningsdokumenter på flere områder skjer i takt med kompetanseoppbygging og god anvendelse av ressurser innenfor Norges Bank.

Som det framgår ovenfor under avsnitt 4.3.3.2 framhevet Albright Group og Chesterman-rapporten at prosessen med å velge ut prioriterte områder var lukket, og at det særlig når det gjelder de sosiale og miljømessige temaene er tilrådelig med et bredere tilfang av synspunkter for å gjøre prioriteringene levedyktige over tid. Departementet mener at det er naturlig at Finansdepartementet som fondets eier forelegges spørsmål som dreier seg om større endringer før banken treffer endelig beslutning i saken. Departementet kan bestemme at Norges Bank på forhånd skal forelegge sine forslag for interesserte parter i en åpen høring. Departementet tar sikte på å gjennomføre dette ved å ta inn en bestemmelse om dette i forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland.

Departementet stiller seg positiv til Norges Banks *samarbeid med andre investorer og deltakelse i investorinitiativer*. Enkeltinvestorer kan øke sitt gjennomslag overfor selskaper eller regulerende myndigheter, og det kan også gi rom for hensiktsmessig arbeidsdeling og ressursutnyttelse. Norges Bank har en størrelse og ressurser som medfører særlige forventninger til at banken bør kunne spille en ledende rolle innenfor relevante initiativer, som andre og mindre investorer ikke kan forventes å ta. Samtidig er det viktig at

banken er omhyggelig med hva de engasjerer seg i, nettopp for å få best utnyttelse av ressursinnsatsen. Departementet antar at det også kan være aktuelt at Finansdepartementet som fondets eier i større grad bør vurdere direkte deltakelse i visse initiativer. Det vises til at departementet har sluttet seg til PRI-prinsippene, jf. avsnitt 4.3.2 ovenfor.

En viktig forutsetning for å integrere hensyn til god selskapsstyring, miljømessige og sosiale forhold i den aktive forvaltningen, er at *eksterne porteføljeforvaltere* på en god måte kan følge opp Norges Banks strategi på området. Norges Bank har beskrevet sitt forhold til eksterne forvaltere i brev av 6. juni 2008 til Finansdepartementet. Departementet tar disse opplysningene til etterretning, og mener at Norges Bank synes å ha et bevisst forhold til hvordan slike hensyn ivaretas gjennom kontakten med eksterne forvaltere. Departementet vil understreke betydningen av forholdet mellom Norges Bank og eksterne forvaltere på dette området, og tar sikte på at forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland skal inneholde en bestemmelse om at det vil være et relevant moment ved valg av nye eksterne forvaltere at de kan dokumentere at de har systemer for å ta hensyn til god selskapsstyring, miljø og sosiale hensyn i tråd med Norges Banks strategi på området.

Ressurstilgang, ressursbruk og rapportering

For tiden er det 10 personer som arbeider med eierskapsutøvelse i Norges Bank. Ressursbruken er fordelt med ca 50 pst. på tradisjonell selskapsstyring og ca 50 pst. på sosiale og miljømessige temaer. Ressursbruken til eierskapsutøvelse er bestemt av Norges Bank selv, men kostnadene dekkes gjennom det forvaltningshonoraret banken får.

Departementet legger som ovenfor nevnt til grunn en positiv sammenheng mellom eierskapsarbeidet og fondets langsiktige økonomiske avkastning. I tråd med dette legger departementet til grunn at Norges Bank over tid vil øke ressursinnsatsen på dette området.

Det sterke fokuset på bankens resultater i form av meravkastning, vil indirekte kunne føre til at eierskapsarbeidet blir prioritert lavere enn det som er ønskelig, fordi eierskapsarbeidet etter sin natur har en mye lengre tidshorisont enn den finansielle avkastningen som måles fra kvartal til kvartal. Det er en utfordring for departementet å fastsette et vurderingssystem som i tilstrekkelig grad sørger for eierskapsarbeidet at blir prioritert tilstrekkelig. I Graver-rapporten drøftet en dette

spørsmålet og viste til at krav om rapportering av eierskapsaktiviteten ville gi forvalteren insentiver til å prioritere dette arbeidet:

«I dagens modell er det Finansdepartementet som er ansvarlig for fondets absolutte og langsiktige avkastning gjennom fastsettelsen av referanseportefølje og risikorammer for forvaltningen. Norges Bank er ansvarlig for den relative avkastningen, det vil si mer eller mindre avkastning mot referanseporteføljens avkastning som oppstår på grunn av aktiv forvaltning eller på grunn av tvungne transaksjoner i markedet. Den hyppige rapporteringen av resultatene, som både er ønskelig og nødvendig, gir banken et naturlig insentiv til å være opptatt av å generere resultater, definert som en meravkastning i forhold til referanseindeksen. Norges Bank får dekket de faktiske kostnadene ved forvaltningen inntil et øvre tak og prioriterer selv ressursbruken innenfor denne kostnadsrammen. Styringsstrukturen bør innrettes slik at Norges Bank gis sterke nok insentiver til å prioritere langsiktig eierskapsutøvelse fremfor andre aktiviteter når den øvre grensen av kostnadsrammen blir effektiv.

En måte å ivareta dette på er at Petroleumfondets eier stiller krav til forvalterens rapportering om hvordan et mandat for aktiv eierskapsutøvelse blir oppfylt. Gjennom å vise i praksis i eiers oppfølging av forvalter at eierskapsutøvelsen er et sentralt tema, vil også forvalter få et sterkere insentiv til å prioritere eierskapsutøvelsen innenfor egen organisasjon.»

I henhold til dagens etiske retningslinjer skal Norges Bank rapportere om eierskapsarbeidet årlig. Departementet mener at det er ønskelig å øke frekvensen på rapportering om eierskapsarbeidet til kvartalsvis rapportering. Departementet vil legge rapporteringsrutinene som gjelder eierskapsarbeidet opp slik at det samsvarer med det som gjelder for bankens virksomhet for øvrig.

Interne insentivstrukturer i Norges Bank kan også ha betydning for hvordan målet om integrering av hensyn til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold kan oppfylles. Departementet vil vurdere hvordan slike hensyn kan ivaretas gjennom prinsipper for resultatbasert avlønning i den nye forskriften om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland.

4.3.4 Utelukkelse av selskaper

4.3.4.1 Innledning

En evaluering av utelukkelsesmekanismen og arbeidet med denne må knyttes til bestemmelsene

som omhandler dette i de etiske retningslinjene. Det etiske grunnlaget for utelukkelse av selskaper er at fondet ikke skal foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlatelser, som for eksempel grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner, grov korrupsjon, alvorlige miljøskade eller andre særlige grove brudd på grunnleggende etiske normer. En mer utfyllende beskrivelse av utelukkelsesmekanismen framgår av kapittel 3.3 ovenfor.

Videre er det naturlig i en evaluering å se på hva man hittil *reelt sett* har oppnådd gjennom å utelukke selskaper. Hvilke effekter en utelukkelse har eller kan ha, sier forarbeidene lite om. Graver-rapporten slår fast at en slik mekanisme er en forsvarsmekanisme for å unngå å komme i en medvirkerposisjon. Man ser derfor i liten grad hen til det som måtte skje etter at andelene i selskapet er solgt. Det er heller ikke slik at man forsøker å påvirke selskaper i en bestemt retning gjennom dette instrumentet. Likevel kan man anta at mekanismen har hatt visse effekter, noe også Etikkrådet forutsetter i sin høringsuttalelse. I så fall er dette i prinsippet utilsiktet. Utfordringen slik departementet ser det, er derfor å vurdere hvordan bruken av en uttrekksmekanisme – og de effektene den reelt sett har – kan integreres bedre i helheten som de etiske retningslinjene utgjør. Et naturlig steg i en slik prosess har vært å klargjøre den overordnede målsetting for alle virkemidler som tas i bruk. Også uttrekksvirkemiddelet må ses i sammenheng med denne overordnede målsettingen, noe som kan ha betydning for vurderingen av når det er riktig å beslutte et uttrekk. Disse problemstillingene er nærmere drøftet under departementets vurdering i punkt 4.3.4.4 og i boks 4.5.

4.3.4.2 Høringsnotatet

Om måloppnåelse

I høringsnotatet under punkt 3.2 heter det bl.a.:

«Målsetningen med virkemidlene nevnt i de etiske retningslinjene punkt 4 er å unngå medvirkning til grove eller systematiske brudd på etiske normer, som nærmere konkretisert i retningslinjene punkt 4. Som omtalt i punkt 2.2 bygger dette virkemiddelet på en pliktetisk tilnærming. Vurderingen av risikoen for medvirkning skal være framoverskuende.

Når det gjelder filtrering av selskaper på grunnlag av våpenkriteriet, legger departementet til grunn at overvåkningstjenestene som Etikkrådet benytter seg av er effektive. Det kan anses som sannsynlig at selskaper som produserer de aktuelle våpnene eller deler til slike våpen er utelukket fra porteføljen.

For uttrekk basert på selskapers atferd, mener departementet at det kan legges til grunn at de selskapene som har blitt utelukket er selskaper som oppfyller uttrekkskriteriene, dvs. at risikoen for fortsatte alvorlige etiske brudd har vært og er uakseptabel. Det vises til Etikkrådets grundige faktainnhenting, saksbehandling og tilrådinger. Det er imidlertid ikke mulig å legge til grunn at ikke det finnes selskaper i porteføljen som driver virksomhet på en måte som innebærer grove etiske brudd. Med 7 000 selskaper i porteføljen, som også endrer atferd over tid, vil det ikke være mulig for Etikkrådet å ha kjennskap til hva alle selskapene til enhver tid gjør. På dette området vil bruk av eksterne rapportører og tips fra publikum være avgjørende viktig.»

Om Etikkrådets arbeid

Rapporten fra Chesterman og The Albright Group, som bl.a. evaluerer arbeidet til Etikkrådet, omtales i høringsnotatet. Rapporten viser til at arbeidet gjort av Norges Bank og Etikkrådet har etablert Norge som en ledende aktør når det gjelder etiske problemstillinger i den globale økonomien. For Etikkrådets del pekes det særlig på at de grundige tilrådingene publiseres. Rapporten peker på at kritikk av Etikkrådet stort sett har falt i tre kategorier: For det første uenighet om berettigelsen av bestemte tilrådinger. For det andre, at rådet skulle avgitt flere tilrådinger, enten ut fra eksisterende retningslinjer eller en utvidelse (rapporten tar ikke stilling til en eventuell utvidelse av retningslinjene til å omfatte flere forhold). For det tredje pekes det på et punkt som har kommet mindre fram i offentlig debatt; om Etikkrådet har brukt sine ressurser på en effektiv måte. Rapporten formulerer på dette grunnlaget tre hovedproblemstillinger: spørsmål om Etikkrådet har vært «fair», «effective» og «efficient».

Under diskusjonen av «Fairness» tar rapporten særlig opp spørsmål knyttet til Etikkrådets forhold til selskapene i porteføljen. Rapporten diskuterer tre konkrete temaer hvor det kan være rom for endring: Etikkrådets metode for utvelgelse av hvilke selskaper som skal granskes; Etikkrådets innhenting av informasjon fra selskapene; samt

metoden for hvordan et ekskludert selskap kan søke å bli tatt inn igjen i porteføljen.

Under punktet «Effectiveness» diskuteres særlig i hvilken grad Etikkrådets tilrådinger kan få betydning ut over det konkrete selskapet som er berørt. Dette diskuteres både i betydningen hvilke signaleffekter som kan følge av selve offentliggjøringen av et uttrekk («naming and shaming»), men det reises også spørsmål knyttet til om Etikkrådet bør utarbeide og offentliggjøre sammendrag av sine avgjørelser på en måte som er egnet til å veilede selskaper på ulike punkter knyttet til oppfyllelse av retningslinjene.

Når det gjelder «Efficiency», mener rapporten at det kan oppnås større effekt av Etikkrådets innsats. En viktig del av drøftelsen under dette punktet gjelder å strukturere Etikkrådets prosess fram mot en eventuell tilrådning noe annerledes enn i dag. Dette handler bl.a. om måter å kunne gjøre Etikkrådets prioriteringer og arbeid som ikke leder fram til anbefalinger om å utelukke selskaper mer synlig og tilgjengelig for publikum.

I høringsnotatet skriver departementet at man på bakgrunn av rapporten og egne observasjoner legger til grunn at Etikkrådet har utført de oppgavene som følger av de etiske retningslinjene og sitt mandat på en god måte. Etikkrådet rår per i dag kun over ett virkemiddel, nemlig tilrådning om utelukkelse. Departementet er kjent med at Etikkrådet i mange tilfeller finner informasjon om selskaper som viser at selskapene har forbedringsmuligheter når det gjelder forhold som er relevante i henhold til retningslinjene, men uten at selskapets atferd er av en slik karakter at det kvalifiserer til utelukkelse. I høringsnotatet ble det vist til at et mål med evalueringen kunne være å utstyre Etikkrådet med noe flere virkemidler slik at informasjonen likevel kan komme til nytte.

Kriteriene for utelukkelse

I høringsnotatet har departementet bl.a. pekt på viktigheten av å sikre at de etiske retningslinjene på best mulig måte gjenspeiler en overlappende konsensus i det norske folk, slik at en kan gå ut fra at eierne av fondet stiller seg bak retningslinjene. Under punkt 3.2 skriver departementet at man vil

«... avvente innspillene fra høringsinstansene før man tar stilling til hvorvidt andre eller flere utelukkelseskriterier skal innføres. I vurderingen av dette vil departementet fortsatt legge vekt på at det er en målsetting å ha et regelverk som på best mulig måte gjenspeiler en overlappende konsensus i befolkningen».

4.3.4.3 Høringsinstansenes syn

Høringsinstansenes innspill vedrørende uttrekksmekanismen har vært konsentrert om følgende hovedtemaer: den generelle bruken av uttrekksmekanismen og kriterier for utelukkelse, Etikkrådets arbeid og virkemidler som står til Etikkrådets disposisjon. Mange har også kommentert Etikkrådets forhold til Norges Bank og behovet for større grad av koordinering og samarbeid mellom de to instansene. Dette temaet er nærmere omtalt under avsnitt 4.3.5 nedenfor.

Generelt om formålet med uttrekksmekanismen:

Etikkrådet understreker i sin høringsuttalelse at hovedformålet med uttrekksmekanismen fortsatt bør være å unngå medvirkning, ikke å påvirke selskaper. Dersom formålet med uttrekk er å påvirke til endring, så vil det begrense muligheten for rådet til å vurdere de verste selskapene. Samtidig peker Etikkrådet på at utelukkelse har en påvirkningskraft gjennom at fondet er en stor aktør, at det er en høy terskel for at et selskap utelukkes, og at tilrådninger om utelukkelse er offentlige, grundige og veldokumenterte.

En del av høringsinstansene advarer mot bruk av utelukkelse, med mindre det settes i sammenheng med andre virkemidler, som dialog og forsøk på påvirkning gjennom bruk av eierrettigheter. Noen av høringsinstansene stiller også spørsmål om hva salg av andeler i et selskap fører til. I mange tilfeller er konsekvensen at man vil miste den innflytelsen på situasjonen som man ville ha beholdt gjennom et eierskap i selskapet, og i verste fall vil de som berøres av selskapets aktivitet få enda dårligere forhold. *Kirkens Nødhjelp* skriver i sin uttalelse at det å utelukke et selskap ikke fritar for ansvar for ofrene og ofrenes interesser. Organisasjonen foreslår at kompensasjon innarbeides som et element i eierskapsutøvelsen, for å ivareta ofrenes behov på en direkte måte.

Norges Bank skriver i sin høringsuttalelse at uttrekk på grunn av atferd er et krevende virkemiddel. Det er vanskelig å være konsekvent. Videre vil det være en risiko for at uttrekkene rammer selskaper som generelt er ambisiøse eller ledende i sine bransjer også med hensyn til å unngå grovt uetiske handlinger som fondet skal unngå å medvirke til. Norges Bank uttaler videre at uttrekk ikke er lik fordømmelse, men at det kan oppfattes slik avhengig av måten eksklusjonsvedtak kunnngjøres på. Banken uttaler at uttrekk bør presenteres som administrative beslutninger.

KLP skriver i sin høringsuttalelse at uttrekk er et sterkt virkemiddel som bør brukes som brekkstang for dialog og som vil gi oppmerksomhet om kritikkverdige forhold i offentligheten og internt i selskapene. Også etter at uttrekk er foretatt kan man føre dialog, slik *KLP* selv gjør. *Andrew T. Williams* og *James P. Hawley* uttaler i sitt felles høringsinnspill bl.a. at uttrekk er et kompromissløst redskap som ikke nødvendigvis er den mest effektive måten å nå de målene som er satt for Etikkrådet («the goals envisioned for the Council»).

Sparebankforeningen skriver i sin høringsuttalelse at uttrekksmekanismen bør brukes slik at den bidrar til færre uttrekk. Med andre ord: Utelukkelse er ikke det endelige målet, men korrigerende av atferd.

Om anvendelse av uttrekkskriteriene og normutvikling

Norsk Senter for Menneskerettigheter etterlyser en nærmere presisering av hva som ligger i begrepet «menneskerettigheter» i retningslinjene. *Bob Posen* understreker noe av det samme når han i sin uttalelse skriver at det er et behov for å klargjøre hvilke krav som stilles til selskaper når det gjelder menneskerettigheter i forkant av en eventuell eksklusjon. Tilsvarende synspunkter gir *American Chamber of Commerce in Norway* uttrykk for.

Etikkrådet uttaler at en har lagt vekt på å utdype sin forståelse av de enkelte punktene i retningslinjene, særlig i de første tilrådninger innen hvert av kriteriene. Kvalifiseringen av kriteriene (grove, alvorlige etc.) gir, sammen med forarbeidene, klare føringer på hvor strengt retningslinjene skal praktiseres. Etikkrådet viser til at de ofte har tatt utgangspunkt i konvensjoner, i folkeretten, eller i ulike lands nasjonale rett eller andre ikke-bindende normsett som referansepunkter for de ulike vurderingstemaene.

I høringsuttalelsen fra *American Chamber of Commerce in Norway* hevdes det at siden eksklusjoner er basert på tilgjengelig informasjon vil stor grad av transparens øke sjansen for å bli vurdert for eksklusjon. Det er et innebygget «seleksjonsproblem» ved at selskaper som blir ekskludert ikke nødvendigvis trenger være de største normovertrederne, men de blir valgt fordi de rapporterer åpent eller opererer i deler av verden hvor informasjon er lett tilgjengelig. Også høringsuttalelsen fra *BI* trekker fram et liknende resonnement. Det er en fare for at journalister og frivillige organisasjoner fokuserer på svakheter i

de «beste» selskapene, mens de faktisk verste selskapene går fri. Det kan bli en deling i verdensøkonomien der aktivitet i etiske gråsoner utføres av mindre kjente selskaper som opererer under «den etiske radaren».

Enkelte av høringsinstansene har kommentert rådets tolkning av medvirkningsbegrepet. Medvirkningsbegrepet står sentralt i begrunnelsen for å utelukke selskaper jf. forarbeidene (Graver-rapporten). *Det Teologiske Menighetsfakultetet* er opptatt av at sannsynlighet for positiv endring i selskapet må være avgjørende. *Martin E. Sandbu* foreslår at Etikkrådet tar i betraktning et nytt aspekt i vurderingen av hvorvidt man kan anses å medvirke til grovt uetisk aktivitet; et selskap må anses skyldig i tidligere begåtte normbrudd dersom selskapet ikke gjør opp for seg på en adekvat måte for de samme normbruddene. Dersom selskapet ikke gjør opp for seg, kan man hevde at normbruddene er pågående og at man fortsetter å profitere på den skade som er påført. *Den norske Burmakomiteé* mener det er problematisk at det ikke gjennom de etiske retningslinjene stilles krav om at selskaper må bøte på skader som er et resultat av selskapers virksomhet i fortid. Det samme mener *Forum for utvikling og miljø*.

HSH mener at slik Etikkrådets rolle er definert, er det etablert en betydelig asymmetri mellom den juridiske karakteren av rådets beslutninger og den økonomiske karakteren av forvalternes beslutninger. HSH uttaler videre:

«[...]Rådet opptrer på mange måter som om den er domstol uten at den har slik beslutningsmyndighet. Det er antagelig ikke for sterkt å si at både rådet selv og Finansdepartementet selv baserer seg på en norsk selvforståelse om å ha betydelig etisk autoritet og tyngde. [...]»

Kriterier for utelukkelse:

Flere av høringsinstansene, herunder *NHO* og *KLP*, peker på viktigheten av at kriteriene for utelukkelse har en klar forankring i internasjonale normer/regelverk, i tillegg til at de er uttrykk for en overlappende konsensus i det norske folk. *KLP* sier i sin høringsuttalelse bl.a. følgende:

«Vi tror at utelukkelsesmekanismen er tjent med kriterier som i stor grad er forent med internasjonale normer. Internasjonale normer er det nærmeste verden kommer et felles verdigrunnlag uavhengig av land eller aktør. Disse gir legitimitet, åpner muligheter for samarbeid og gir større påvirkningskraft».

Seks høringsinstanser (*Helsedirektoratet*, *Kreftforeningen*, *Landsforeningen for hjerte- og lungesyke*, *Norges astma- og allergiforbund*, *Kirkens Nødhjelp* og *Tobakksfritt*), foreslår i sine høringsuttalelser at tobakksprodusenter automatisk skal utelukkes fra Statens pensjonsfond – Utland gjennom en filtreringsmekanisme.

Hovedtyngden i argumentasjonen fra disse høringsinstansene legges på at Norge støtter WHO's tobakkskonvensjon, som trådte i kraft i 2005, dvs. ett år etter at dagens etiske retningslinjer ble innført. Konvensjonen er ratifisert av 160 land, deriblant Norge som det aller første. Stater som støtter denne konvensjonen forplikter seg til å bekjempe globaliseringen av det man i konvensjonen omtaler som *tobakkepidemien*. Dette begrepet viser igjen til de svært alvorlige og omfattende helsemessige, sosiale, miljømessige og økonomiske negative konsekvensene tobakksbruk og produksjonen av tobakk medfører verden over.

Helsedirektoratet viser til at røyking er en av de viktigste risiko- og årsaksfaktorer til hjerte- og karsykdommer, lunge- og luftveisinfeksjoner og flere kreftformer. Det er estimert at det årlig dør omkring 6 700 mennesker i Norge av røykerelaterte sykdommer. På verdensbasis dør det årlig nærmere fem millioner mennesker på grunn av tobakksbruk. Dette er antatt å stige til 8 millioner i 2030, hvorav 80 pst. av dødsfallene vil skje i utviklingsland.

Kreftforeningen gir en lengre drøfting av WHO's tobakkskonvensjon. Bakgrunnen for konvensjonen er ifølge *Kreftforeningen* et sterkt internasjonalt ønske om å bekjempe utbredelsen av tobakkepidemien. «Konvensjonen reflekterer også en erkjennelse av at det internasjonale samfunnet må bekjempe en svært bestemt, mektig og utspekulert tobakksindustri, som i stadig større grad sikter seg inn mot de svakeste leddene i verdenssamfunnet.»

Landsforeningen for hjerte- og lungesyke (LHL) mener at når Norge aktivt investerer i tobakksindustrien strider dette mot tobakkskonvensjonens intensjon. *LHL* mener at tobakksindustrien sett under ett opptrer på en måte som ikke er forenlig med de verdier og etikk som vi mener bør ligge til grunn i de selskaper som Staten investerer i. Tobakksindustrien markedsfører sine produkter aggressivt i fattige utviklingsland. De jobber også intenst for at disse landene ikke skal innføre restriksjoner for tobakksbruk slik det er i i-landene og den vestlige verden. Investeringer i tobakksindustri, samtidig med at helsemyndighetene arbeider

for tobakksfrihet innenlands og gjennom internasjonalt samarbeid, kan ifølge LHL beskrives som statlig dobbeltmoral.

Tobakksfritt anfører at tobakk er det eneste lovlige produkt som fører til død når det brukes slik det er forutsatt at det skal brukes. Dersom man skulle beslutte å filtrere ut tobakksprodusenter, kan det vanskelig skape presedens for andre potensielt helseskadelige produkter som ikke har slike dramatiske følger ved normal bruk. Tobakksfritt mener videre at dersom tobakksprodukter hadde blitt introdusert i dag, ville de blitt forbudt. Tobakk er unntatt lovgivningen som omfatter andre forbruksartikler. Uttrekk basert på gjennomgang av enkeltsekskapers atferd er ikke noe egnet virkemiddel da tobakksproduktene i seg selv er hovedproblemet, samt at de skiller seg lite fra andre selskaper når det gjelder brudd på atferdskriteriene i dagens etiske retningslinjer.

Kirkens Nødhjelp oppfordrer Finansdepartementet til å gjøre en løpende vurdering av hvilke kriterier som bør legges til grunn for Statens pensjonsfond – Utlands investeringer i alkoholindustrien. De viser til at alkohol er en av de viktigste årsakene til kreft og en rekke andre sykdommer og helseskader. Ut fra et fattigdomsperspektiv oppfordres departementet til å se nærmere på de helsemessige og sosioøkonomiske konsekvenser av alkoholforbruk. Kirkens Nødhjelp skriver videre at det er en etablert sammenheng mellom alkoholbruk og vold, spesielt kjønnsbasert vold. På dette grunnlaget tilrår organisasjonen at departementet utarbeider klare etiske kriterier for Statens pensjonsfond – Utlands investeringer i alkoholindustrien, både når det gjelder utøvelse av eierrettigheter og uttrekksmekanismen. *FORUT, Solidaritetsaksjon for utvikling*, tar også til orde for at Statens pensjonsfond – Utland ikke bør investeres i multinasjonale alkoholselskaper. *FORUT* viser til at eksklusjon av alkoholprodusenter er mye brukt for såkalte sosial eller etiske fondsplasseringer. *FORUT* viser til at dette er begrunnet i byrdene som alkohol påfører enkeltpersoner, familier, lokalsamfunn og nasjoner i form av helseskader, sosiale og økonomiske problemer. Livsstilssykdommer, bl.a. som følge av alkohol, og i kombinasjon med tobakk, manglende fysisk aktivitet og fet mat, seiler opp som verdens største helseutfordring. *FORUT* vedlegger en rapport hvor flere forhold knyttet til alkohol behandles, bl.a. nærmere om helse- og økonomiske problemer, uheldige økonomiske ringvirkninger, uheldig virkninger og aggressiv markedsføring i framvoksende markeder og forekomsten av politisk lobbying. *FOR-*

UT mener at Norge vil gå foran og være et eksempel for andre investorer dersom en nå utelukker alkoholindustrien fra investeringsuniverset.

Grunnlaget for uttrekk bør ifølge *Framtiden i våre hender* utvides for å kunne trekke ut selskaper som motarbeider internasjonale avtaler og undergraver hensynet til langsiktig bærekraftig utvikling

Handelshøgskolen i Bodø argumenterer for at Norges Bank må stille strengere klimakrav til det enkelte selskap. Hvis ikke dette følges opp, bør en bruke uttrekksmekanismen. Klimaendringene er den mest alvorlige miljøskaden i historien og Handelshøgskolen kan ikke skjønne hvorfor ikke noen selskaper er utelukket av denne grunn allerede. Også *Greenpeace* og *Changemaker* tar til orde for at såkalte klimaverstinger skal kunne utelukkes fra investeringsuniverset.

Om Etikkrådets arbeid – flere virkemidler

Mange av høringsinstansene peker på grundighet og åpenhet som viktige og svært positive elementer ved Etikkrådets arbeid. Uttrekksmekanismen slik den har utviklet seg, omtales også som banebrytende, bl.a. relatert til det arbeidet som er gjort ved utelukkelsen av våpenprodusenter. Etikkrådets arbeid anerkjennes internasjonalt som et viktig element i den senere prosessen med å få etablert en ny internasjonal konvensjon mot klasevåpen.

Flere høringsinstanser er av den oppfatning at det overordnede målet med de etiske retningslinjene, herunder også bruken av uttrekk som virkemiddel, er å bidra til et mer ansvarlig næringsliv. Det hevdes i lys av dette at det må stilles konkrete krav til selskapene som gjøres kjent for disse og for offentligheten, relatert til de ulike kriteriene for uttrekk. Et flertall mener at denne klargjøringen må komme i forkant av en eventuell eksklusjon av et selskap.

Flere høringsinstanser etterlyser en inkluderingsprosedyre for selskaper som er utelukket. *KLP* skriver i sin uttalelse at man aktivt bør søke å påvirke ekskluderte selskaper. De skriver videre at det må stilles konkrete krav til selskapene som gjøres kjent for disse og for offentligheten, og at selskapenes vilje/ønske om endring må spille inn i vurderingen. Dette synet støtter *Andrew T. Williams* og *James P. Hawley*, som understreker viktigheten av at Etikkrådet gir klare indikasjoner til selskapene på hva som skal til for å komme inn igjen etter en utelukkelse. Dette kan rådet gjøre enten ved bruk av intern eller ekstern ekspertise. Etikkrådet skriver i sitt høringsinnspill at de har drøftet spørsmålet om hva som skal til for inklu-

sjon i fondets univers med enkeltselskaper. Rådet anser det imidlertid «*lite hensiktsmessig å innføre et generelt krav om å beskrive kriterier for å gjenincludere de selskapene som er utelukket*».

Noen høringsinstanser etterlyser enda større grad av åpenhet om arbeidet som gjøres. *Martin E. Sandbu* foreslår at Etikkrådets utredninger som ikke fører til uttrekk bør gjøres offentlig kjent. Han hevder at dette er noe norske borgere har krav på å få vite. Selskapene har derimot ikke noe krav på beskyttelse mot åpenhet slik Sandbu ser det. De kan til og med forventes å se det som positivt å bli offentlig «renvasket».

Asa og Sirith Kasher mener at Etikkrådet bør gjennomføre sammenlignende undersøkelser av selskaper i samme bransje som ledd i gransking av enkeltselskapers atferd.

Et flertall av høringsinstansene som har uttalt seg om Etikkrådets arbeid, anser det hensiktsmessig at rådet gis *dialogmuligheter* med selskapene utover det dagens system legger opp til. Flere mener at rådet bør gå i dialog tidligere i sin vurderingsprosess og at kontakten bør ha en åpnere form enn gjennom presentasjon av et utkast til tilråding om uttrekk. Flere anbefaler at man unngår å basere en tilråding om uttrekk kun på skriftlig korrespondanse med et selskap.

NHO uttaler at vurderingen av mulighet for dialog må skje i lys av hele selskapets virksomhet. Organisasjonen skriver videre at det er en fordel om dialog er forsøkt. De tar imidlertid ikke stilling til hvorvidt dialogen med selskaper skal skje gjennom Norges Bank, eller direkte fra Etikkrådet.

Professorene Andrew T. Williams og James P. Hawley foreslår at Etikkrådet gis flere virkemidler, som kan brukes i spekteret mellom dialog og uttrekk. I sin uttalelse skriver *Det Teologiske Menighetsfakultet* også at Etikkrådet bør få flere virkemidler ut over tilråding om utelukkelse. Fakultetet anser at det kan være verdifullt med informasjon om forbedringspotensial i selskaper selv om de ikke handler så grovt etisk sett at de blir utelukket.

Martin E. Sandbu skriver i sin høringsuttalelse at det er ønskelig med en regelmessig prosess for at selskaper gis en sjanse til å forandre sin atferd. En løsning er en flerfaset prosess som *Chesterman og Albright Group* foreslår i sin rapport. En annen vil være at departementet, når det mottar en tilråding om uttrekk, rutinemessig ikke beslutter uttrekk, men isteden gir NBIM en fast tidsfrist, for eksempel ett eller to år, til å samarbeide med selskapet.

Både *Etikkrådet* og *Norges Bank* skriver i sine høringsuttalelser at rådet bør gis større rom for

dialog på et tidligere stadium i utredningsprosessen. Formålet med en slik dialog vil primært være informasjonsinnhenting, ikke å drive eierskapspåvirkning, skriver Etikkrådet i sin uttalelse. Norges Bank legger også vekt på muligheten for økt informasjonsinnhenting gjennom dialog, men skriver også at en slik dialog kan gi rom for at selskapet korrigerer sin atferd.

Flere av høringsinstansene foreslår ulike former for *observasjon* av selskaper som et ytterligere virkemiddel Etikkrådet bør besitte. Disse uttalelsene er gjengitt under avsnitt 4.3.5.

Flere tar til orde for *større grad av samarbeid* mellom Etikkrådet og Norges Bank. Det vises til nærmere omtale under punkt 4.3.5 om samvirke mellom virkemidlene.

4.3.4.4 Departementets vurdering

Generelt

Finansdepartementet legger på bakgrunn av rapporten fra *Chesterman og Albright Group*, høringsinnspillene og egne observasjoner til grunn at Etikkrådet har utført de oppgavene som følger av de etiske retningslinjene og sitt mandat på en god måte. Etikkrådet var i oppstartfasen raske med å komme i operativ virksomhet, og har vært svært produktive og kartlagt en mengde ulike forhold. En må også ha i mente at kun en relativt liten del av Etikkrådet og sekretariatets samlede arbeid kommer til syne i offentligheten. Departementet vil understreke at det er etablert et godt grunnlag for at uttrekksmekanismen også i fortsettelsen kan fungere på en tillitvekkende og betryggende måte. Kriterier som må være oppfylt for at nedslag skal kunne finne sted har blitt videreutviklet og fylt ut, og de prosedyrer som følges ved saksbehandlingen er solide.

Uttrekksmekanismen har vært i funksjon i fire år. Dette er relativt kort tid. Departementet mener likevel at det er mulig å gi enkelte vurderinger av virkninger av uttrekksmekanismen. I boks 4.4 omtales virkningene på referanseporteføljens avkastning av uttrekk fra Statens pensjonsfond - Utlands aksjeinvesteringer. I boks 4.5 gis en omtale av antatte øvrige effekter av å utelukke selskaper fra porteføljen.

Formålet med utelukkelsesmekanismen

Målet med å utelukke selskaper fra fondets investeringsunivers er etter gjeldende etiske retningslinjer å unngå investeringer som utgjør en uaksep-

Boks 4.4 Finansielle virkninger av uttrekk siden 2005

I NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden skrev Graver-utvalget at negativ filtrering og uttrekk av et visst omfang kunne ha finansielle konsekvenser i form av redusert risikjustert avkastning, reduserte muligheter for å drive aktiv forvaltning og økte transaksjonskostnader. Nedenfor er én av disse virkningene omtalt: virkningen på avkastningen av fondets referanseportefølje.

Når selskaper ekskluderes fra referanseporteføljen i Statens pensjonsfond, får alle andre selskaper i samme geografiske region en høyere vekt enn ellers. Ettersom fondets referanseportefølje etter dette har en noe annen sammensetning enn den opprinnelige indeksen, vil også avkastning og risiko kunne bli annerledes.

Virkningen av uttrekk vil øke med de utelukkede selskapenes relative andel av fondets samlede investeringsunivers. Ved utgangen av 2008 var 31 selskaper ekskludert fra investeringsuniverset i Statens pensjonsfond – Utland. Verdien av disse selskapene utgjorde om lag 2 pst. av referanseindeksen for verdens aksjemarked. Enkelte av de utelukkede selskapene har en betydelig størrelse. Verdien av de tre største utelukkede selskapene tilsvarte ved inngangen til 2009 over 40 pst. av markedsverdien av alle utelukkede selskaper fra aksjereferansen. Disse tre selskapene var Wal-Mart Stores, Rio Tinto og United Technologies.

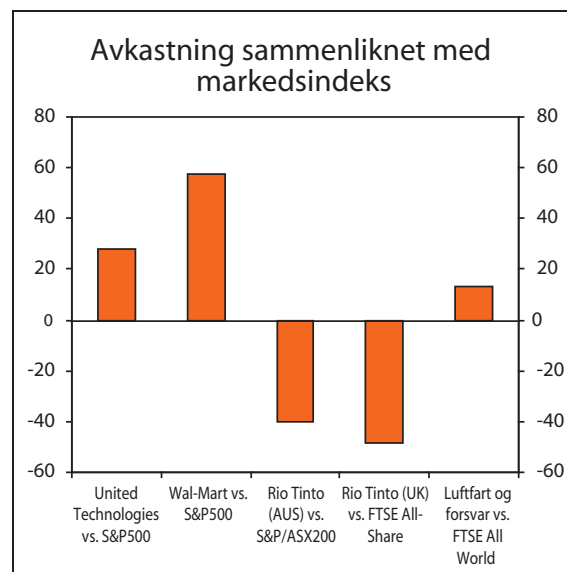
17 av de utelukkede selskapene inngår i sektoren for luftfart og forsvar, som utgjør om lag 1 pst. av verdensindeksen for aksjer. Mer enn $\frac{3}{4}$ av denne sektoren, målt ved selskapenes verdi i indeksen, er utelukket fra fondets referanseportefølje. Dette skyldes at produsenter av enkelte typer våpen automatisk utelukkes fra fondet.

I figur 4.1 er utviklingen i de tre største utelukkede selskapene sammenliknet med utviklingen i brede markedsindekser i markeder der selskapene er børsnotert. Sammenlikningen er gjort for perioden etter hvert uttrekk. Figuren viser at uttrekkene av United Technologies og

Wal-Mart fram til årsskiftet 2008/2009 hadde bidratt negativt til avkastningen av referanseporteføljen, mens uttrekket av Rio Tinto på dette tidspunktet hadde bidratt til en høyere avkastning av referanseporteføljen.

Figur 4.1 sammenlikner også luftfarts- og forsvarssektoren i verdensindeksen med hele markedet. Figuren viser at luftfarts- og forsvarssektoren har gitt en høyere avkastning enn markedet samlet i denne perioden. Ettersom en stor del av denne sektoren er utelukket fra fondet, har det bidratt til å redusere avkastningen av fondets referanseportefølje.

For å beregne samlet virkning på fondets referanseportefølje siden 2005 er fondets faktiske referanseportefølje i denne perioden sammenliknet med avkastningen av den referanseporteføljen fondet ville fulgt uten eksklusjoner på bakgrunn av etiske retningslinjer. Disse beregningene er gjort av Norges Bank.



Figur 4.1 Avkastning i selskap eller sektor sammenliknet med relevant markedsindeks siden utelukkelse. Prosent

Kilde: Bloomberg/Finansdepartementet

Boks 4.4 (forts.)

Figur 4.2 viser virkningen av uttrekk på avkastningen av referanseporteføljen siden 2005. Figuren viser samlet virkning for aksjereferansen, obligasjonsreferansen og for hele fondets referanseportefølje. Samlet sett har virkningen av uttrekkene fram til årsskiftet 2008/2009 vært marginalt positiv (0,03 prosentpoeng) for fondets samlede referanseportefølje. Avkastningsforskjellen har variert over tid, og variasjonene er størst i aksjereferansen. Siden august 2005 har for eksempel uttrekkene gitt en avkastning av aksjereferansen som er 0,06 prosentpoeng høyere enn uten uttrekk. Men så sent som i august 2008 var resultatet motsatt, da med en mindreavkastning på 0,19 prosentpoeng.

Tabell 4.1 oppsummerer resultatene for referanseporteføljen for aksjer. Tabellen viser at avkastning og risiko har vært omtrent lik før og etter uttrekk i perioden august 2005 til desember 2008. Både årlig avkastning og årlig risiko målt ved standardavvik er 0,02 prosentpoeng høyere etter uttrekk enn før.

Tabell 4.1 Virkning av uttrekk på referanseporteføljen for aksjer. Prosent

	Etter uttrekk	Før uttrekk
Årlig avkastning ¹	-5,86	-5,88
Risiko ²	15,75	15,73
Relativ vol. ³	0,14	

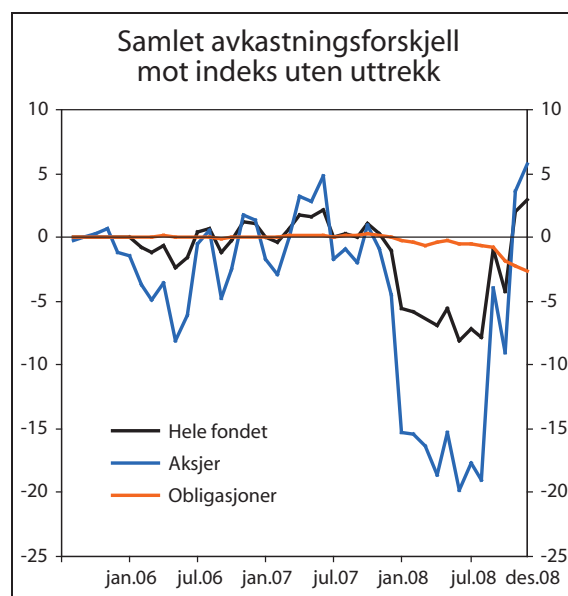
¹ Annualisert (geometrisk) gjennomsnittlig avkastning.

² Risiko målt ved årlig standardavvik.

³ Relativ volatilitet er et uttrykk for risikoen for at uttrekk fører til en annen avkastning enn referanseporteføljen.

Kilde: Norges Bank/Finansdepartementet

Uttrekkene fra fondets investeringer har kommet over tid og enkelte av uttrekkene har bare påvirket porteføljens avkastning i noen måneder. Det kan vanskelig trekkes noen generelle konklusjoner på bakgrunn av disse uttrekkene. Det er fortsatt grunn til å anta at virkningen av uttrekk vil øke dersom de utelukkede selskapene utgjør en høy relativ andel av den samlede referanseporteføljen. Dersom uttrekkene er konsentrert om enkeltsektorer som i særlig grad bidrar til å spre risikoen i fondets samlede portefølje, kan det også påvirke hvordan fondets risikjusterte avkastning påvirkes.



Figur 4.2 Samlet avkastningsforskjell. Statens pensjonsfond – Utlands referanseportefølje sammenliknet med referanseportefølje uten uttrekk. Basispunkter (1/100) prosent

Kilde: Norges Bank/Finansdepartementet

tabel risiko for at fondet medvirker til nærmere angitte uetiske handlinger eller unnløtelser. I utgangspunktet er ikke utelukkelse ment å brukes som et middel til å påvirke selskapers atferd, jf. Graver-rapporten s. 24. Utvalget mente at eierskapsutøvelse kunne være mer effektivt for å påvirke et selskaps atferd. Likevel kan en ikke utelukke at uttrekk også kan ha indirekte virkninger på selskapenes atferd, jf. omtale nedenfor.

Slik begrepet medvirkning er brukt i de etiske retningslinjene, omfatter det i realiteten to ulike forhold. For det første må en vurdere selskapets medvirkning til det uetiske forholdet. Men Graverutvalget anså også at det å eie aksjer eller obligasjoner i et selskap som kan forventes å begå grovt uetiske handlinger, i seg selv kan anses som medvirkning til disse handlingene fra fondets side.

Selskapers medvirkningsansvar er i økende grad vektlagt av investorer og frivillige organisasjoner internasjonalt. Bl.a. har FNs spesialrepresentant for menneskerettigheter og næringslivet sett nærmere på bl.a. dette i forhold til menneskerettigheter. Det vises til nærmere omtale i St.meld. nr. 10 (2008-2009) Næringslivets samfunnsansvar i en global økonomi s. 35 flg.

Medvirkerbegrepet som er forutsatt for fondets del, avviker fra medvirkerbegrepet slik det er kjent innenfor for eksempel strafferett eller erstatningsrett. I andre sammenhenger vil medvirkerbegrepet ofte kreve en annen grad av nærhet, kontroll eller involvering enn hva eierposter i et selskap i seg selv kan føre til. Det vises i denne sammenheng også til Etikkrådets høringsuttalelse hvor det uttales:

«Begrepene medvirkning og å bidra til brukes synonymt og bygger på en alminnelig språklig forståelse; det ligger ingen særlige rettslige eller andre føringer når det gjelder tolkningen av dem. Etikkrådet tolker Graver-rapporten slik at å unngå medvirkning er likestilt med å sørge for å ha «rene hender»; det norske folk ønsker ikke, gjennom eierskap, å bidra til sterkt uetiske handlinger.»

Etter dagens ordning kan uttrekk forstås som et middel som gir mulighet til å ta avstand fra, eller unngå å være assosiert med, selskaper med en uetisk praksis. En kan også tenke seg dette som et ønske om ikke å tjene penger på grovt uetisk aktivitet, jf. bl.a. Graver-rapporten s. 14.

Tanken om at fondet selv medvirker til selskapers uetiske handlinger kan gi en preferanse for uttrekk som det riktige mottrekket. På den måten vil fondets forbindelse til forholdet umiddelbart opphøre. Selv om Graver-rapporten hadde liten

tro på utelukkelse som et middel til påvirkning, mener departementet at en ikke kan se bort fra at dette virkemiddelet har visse faktiske effekter. Som det framgår i boks 4.5 vil utelukkelse være et virkemiddel som en kan anta at selskaper vil ønske å unngå. Et viktig spørsmål blir derfor om en også ved beslutninger om uttrekk bør ta hensyn til antatte virkninger av beslutningen, selv om dette virkemiddelet i utgangspunktet er begrunnet i en pliktetisk betraktningssmåte. Dette kan gjelde i det konkrete tilfellet ved at selskapet kan ønske å endre sin atferd for å unngå utelukkelse eller eventuelt bli tatt inn i porteføljen igjen. Men det kan også vurderes i et bredere og mer langsiktig perspektiv, hvor andre selskapers bevissthet om at uttrekk kan bli aktuelt, kan gjøre dem mer villige til å endre atferd i en positiv retning.

Departementet viser til avsnitt 4.3.2 ovenfor hvor departementet har klargjort målsettingen med arbeidet med ansvarlig forvaltning. Departementet mener at uttrekksmekanismen ikke bør ses løsrevet fra det øvrige arbeidet med den ansvarlige forvaltningen. En vil fortsatt beholde premisset om at fondet ikke skal medvirke til nærmere angitte grovt uetiske handlinger. Men departementet bør også kunne legge vekt på antatte konsekvenser av uttrekk i sin uttrekksbeslutning. Ut fra en helhetsbetraktning kan det tenkes tilfeller hvor det etisk foretrukne vil være å beholde eierinteresser i selskaper som i store trekk opptre ansvarlig, selv om det foreligger alvorlige normbrudd på et enkeltområde. Dette vil for eksempel være tilfelle der en gjennom eierskapsutøvelse eller dialog kan arbeide for at selskapet endrer praksis på de etisk problematiske områdene. I andre tilfeller vil en beslutning om uttrekk kunne gi et feil signal til selskapet og dets omgivelser, for eksempel dersom selskapet er i ferd med å legge om sin praksis på en troverdig måte for å bøte på det uetiske forholdet. Dette stiller spørsmål om hvilken tidshorisont det er rimelig å se selskapets utvikling i, jf. nedenfor.

Om anvendelse av uttrekkskriteriene og normutvikling

Kriteriene for utelukkelse basert på atferd i dagens etiske retningslinjer punkt 4.4 er utformet på et overordnet nivå. Det nærmere innholdet må fastlegges gjennom en tolkning av retningslinjene. Etikkrådet har foretatt en slik tolkning fra sak til sak basert på forarbeidene (Graver-rapporten) og andre relevante kilder, som internasjonale konvensjoner på ulike områder. Beslutningene i enkeltsa-

Boks 4.5 Antatte øvrige effekter av å utelukke av selskaper fra porteføljen

Den primære hensikten med uttrekk er å unngå medvirkning til etiske normbrudd, ikke å påvirke selskapers atferd og opptreden. Likevel kan det være en virkning av uttrekk. På den ene siden kan en utelukkelse av et selskap medføre at Norges Bank ikke lenger har mulighet til å utøve de rettigheter for påvirkning som eierskap innebærer, med innflytelse på generalforsamlinger og direkte kontakt. Mindre årvåkne eiere kan komme inn som nye eiere med mulig negativ effekt på i hvilken grad selskapet tar hensyn til ESG-forhold. På den annen side kan trusselen om uttrekk, slik KLP skriver i sin høringsuttalelse, brukes som brekkstang for dialog og styrke mulighetene for å påvirke selskaper.

Trusselen om uttrekk kan påvirke selskapers atferd på flere måter. Et selskap som er avhengig av et godt omdømme for å selge sine produkter til forbrukere vil se seg tjent med å unngå negativ publisitet knyttet til utelukkelsesbeslutninger. Virkningen på omdømme kan være mindre viktig for selskaper som ikke selger produkter til forbrukere, men for eksempel selger råvarer til industriproduksjon. Hvis en større an-

del av mulige investorer på grunn av ESG-vurderinger ikke vil investere i et selskap, kan dette medføre at kapitalkostnadene for et slikt selskap kan øke. Dette analyseres nærmere av Koedick og Horst (2008). Ifølge analysen vil virkninger på selskapers atferd i betydelig grad avhenge av omfanget av investorer som utelukker selskapet. En utelukkelse av et selskap fra Statens pensjonsfond vil i de fleste tilfeller utgjøre bare et meget lite nedslag av den totale aksjeporteføljen. En del investorer følger uttrekksbeslutningene som gjøres og selger seg ut som en konsekvens av vedtaket for Statens pensjonsfond. Eksempler på dette er KLP og det italienske forsikringsselskapet Generali. Det er likevel ikke slik at uttrekk av selskaper medfører massive nedslag i de aktuelle selskapene.

Departementet har i etterkant av uttrekk registrert en del aktivitet fra selskapers side for å argumentere for at uttrekksbeslutningen var feilaktig. Det kan tilsi at selskaper legger vekt på å unngå uttrekk. Hvor store konsekvenser dette vil kunne ha for selskapers faktiske atferd, er vanskelig å kvantifisere.

ker vil bidra til at det etter hvert utvikles normer for fondets praksis på ulike områder. Dette gjelder for eksempel fastlegging av hva som ligger i begrepet uakseptabel risiko for medvirkning og i begrepet alvorlig miljøskade eller grove menneskerettsbrudd. For miljø saker kan det allerede sies å ha blitt utviklet en norm ved at elvedeponering av gruveavfall i flere tilfeller har blitt ansett som grov miljøskade og ført til uttrekk. Medvirkningsbegrepet har også blitt gitt et nærmere innhold både i miljø saker og når det gjelder menneskerettigheter.

Regelverkets generelle utforming gir rom for fleksibilitet i den enkelte sak, og åpner for at internasjonal utvikling på ulike områder kan tas hensyn til. Samtidig kan det hevdes at systemet gir lite forutsigbarhet sett fra et selskaps ståsted. Selskaper vil i liten grad kunne forutse hvilke forhold som kan lede til uttrekk, med mindre et tilstrekkelig antall tilsvarende, forutgående saker er offentlig kjent. Dette er også påpekt i rapporten fra Chesterman og Albright Group og i høringsrunden.

Departementet vil arbeide for å gjøre tolknin-gen og innholdet av de ulike kriteriene for utelukkelse mer tilgjengelig for selskapene og omverde-

nen for øvrig. Dette kan gjøres gjennom å systematisere informasjon om uttrekk som allerede er foretatt og offentliggjøre dette på en annen måte enn i dag, jf. også forslag i Chesterman og Albright Group-rapporten. Økte muligheter for Etikkrådet til å ha dialog med selskapene kan også føre til økt forutberegnelighet i den enkelte sak, jf. omtale nedenfor.

Slik dagens etiske retningslinjer er formulert, kan uttrekk besluttes for enkeltstående eller avgrensede forhold i et selskaps virksomhet, bare de er alvorlige nok. Retningslinjene gir ikke direkte foranledning til å spørre om selskapets praksis er dårligere eller bedre enn selskaper det er naturlig å sammenligne det med ut fra for eksempel region eller bransje. Retningslinjene legger heller ikke opp til at det er nødvendig å foreta noen vurdering av om den uetiske praksisen utgjør et vesentlig innslag i selskapets drift. En kan si at vurderingen retningslinjene gir anvisning på i stor grad vil dreie seg om hvordan selve det uetiske forholdet skal bedømmes og karakteriseres i forhold til kriteriene, og i liten grad om helheten i et selskap.

Helhets- og vesentlighetsbetraktninger har likevel vært relevant i arbeidet med uttrekkssakene. I en artikkel i årsrapporten for 2008 beskriver Etikkrådet hvordan de velger ut selskaper for videre undersøkelse. Med utgangspunkt i rapporter fra konsulentselskapene som overvåker porteføljen gjør sekretariatet en første vurdering av hvor alvorlige eller systematiske normbruddene synes å være. Det vurderes bl.a. om det er snakk om en enkelthendelse eller om det er snakk om gjentatte handlinger. Selskaper som beskyldes for lignende normbrudd ses i sammenheng for å identifisere de alvorligste sakene. I de videre undersøkelsene legges det også vekt på om det rapporteres om normbrudd i flere av selskapets operasjoner. Det ses hen til hvor grovt normbruddet er i forhold til andre selskaper med samme type virksomhet i landet eller regionen. Det er heller ikke uvanlig at rådet i vurderingen av selskaper gjennomgår hele sektorer i porteføljen.

Som det framgår av Etikkrådets redegjørelse, legger rådet i en viss grad en bredere vurdering av et selskaps drift til grunn som relevante faktorer i utvalget av selskaper. Departementet er enig i at dette bør gjøres. Departementet mener at selv om helheten i et selskap ikke er relevant for om et bestemt uetisk forhold skal anses å innebære et grovt, alvorlig eller systematisk brudd på kriteriene i de etiske retningslinjene, kan det ha betydning for hvilke virkninger det skal ha at et slikt forhold er avdekket.

Når Etikkrådet har avdekket at det foreligger en risiko for et framtidig grovt uetisk forhold i et selskap og avgitt en tilrådning, vil departementet foreta en selvstendig vurdering av om selskapet skal utelukkes av porteføljen. Relevante momenter for departementets beslutning om uttrekk vil være de som er etablert gjennom Etikkrådets praksis, og som er tilpasset den form for normbrudd saken gjelder. I saker som gjelder menneskerettigheter vil dette bl.a. være sannsynligheten for nye handlinger eller unnlatelser som innebærer brudd på kriteriene, alvorligheten av normbruddene, selskapets mulighet til å kontrollere eller hindre handlingen eller unnlatsen og om normbruddene skjer i selskapets interesse eller tilrettelegger forholdene for selskapet. I miljø saker er det utviklet et sett av kriterier for hva som anses som alvorlig miljøskade.

Departementet er ansvarlig for å vurdere helheten i fondets investeringspraksis, og er dermed også ansvarlig for avveiningen mellom muligheten for å unngå medvirkning til uetisk atferd ved bruk av eierskapsinitiativ og bruk av uttrekksmekanis-

men. Dette innebærer at departementet må ta et bredere sett av hensyn i betraktning ved avgjørelsen av en tilrådning om uttrekk, enn det som følger av Etikkrådets mandat. Selv om departementet i en konkret sak kan være enig med Etikkrådet i at et bestemt forhold er å karakterisere som brudd på kriteriene, bør departementet vurdere flere handlingsalternativer enn uttrekk. Departementet bør først vurdere om eierskapsutøvelse kan være et hensiktsmessig virkemiddel. Dette er i tråd med den praksis som er etablert hvor Norges Bank forespørres om eventuelle planer for eierskapsutøvelse i det aktuelle selskapet. Selskapets generelle standard når det gjelder retningslinjer for og arbeid med ivaretagelse av hensyn knyttet til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold kan blant annet ha betydning for i hvilken grad selskapet vil være mottakelig for investors påvirkning innen de problematiske områdene. Dersom eierskapsutøvelsen ikke gir resultater, kan Finansdepartementet beslutte at selskapet skal utelukkes.

Det kan også forekomme tilfeller hvor departementet kan mene at det er hensiktsmessig å avvente situasjonen for å se an utviklingen i et selskaps praksis. Det vises til det som er sagt ovenfor om at det kan gi uheldige signaler å utelukke et selskap som tross det alvorlige forholdet er i god utvikling. I slike tilfeller kan det være et aktuelt alternativ å sette selskapet på en observasjonsliste, jf. nedenfor i kapittel 4.3.5. En må også legge til grunn at den økende andelen av selskaper i framvoksende markeder i porteføljen vil stille praktiseringen av de etiske retningslinjene overfor nye utfordringer. På den ene siden er det grunn til å være særlig aktsom overfor selskaper som opererer i land med et lite utviklet reguleringsklima. På den annen side kan det være grunn til å legge en noe lengre tidshorisonntil grunn dersom selskaper i regioner som har lite utviklede forhold når det gjelder selskapsstyring, miljø og sosiale forhold, viser vilje og evne til å ta tak i egne problematiske forhold. Det vises til omtale i boks 4.6. Dette kan spille inn i en vurdering av om selskapet gjør det som med rimelighet kan forventes for å redusere risikoen innenfor en rimelig tidshorisonntil grunn. Departementet kan også legge en annen tidshorisonntil grunn for sin vurdering enn den relativt korte som Etikkrådet i en del saker har lagt til grunn.

Avveininger som beskrevet ovenfor er ikke enkle, men kan gi grunnlag for en nyansert praksis som støtter formålet som departementet har gjort rede for i avsnitt 4.3.2 ovenfor. Departementet vil måtte sørge for å ha systemer som gir tilstrekke-

lig beslutningsgrunnlag for sine egne vurderinger.

Departementet vil holde fast ved en framoverSKUende vurdering, dvs. at det er risikoen for nye handlinger eller unnlatelser som bryter med de etiske retningslinjene som skal vurderes. Utelukkelse skal i tråd med det som er lagt til grunn i Graver-rapporten ikke være en sanksjon eller straff for tidligere handlinger. Flere har tatt til orde for at en også skal ta hensyn til om et selskap har gjenopprettet en skade eller tap for de som har blitt rammet av tidligere handlinger som selskapet er ansvarlig for. Departementet legger til grunn at unnlattelse av å rette opp skade etter omstendighetene allerede etter dagens praksis er relevante momenter i vurderingen som Etikkrådet og Finansdepartementet skal foreta. Dette momentet bør også kunne få betydning når det er spørsmål om et selskap som har blitt utelukket, igjen skal tas inn i investeringsuniverset. Det vises til nærmere omtale av dette nedenfor.

Det har i løpet av 2008/2009 blitt offentliggjort to tilfeller der Finansdepartementet ikke har fulgt tilrådingen fra Etikkrådet, jf. omtale i kapittel 3 ovenfor. I Monsanto-saken besluttet departementet å utsette beslutningen om uttrekk på grunn av Norges Banks eierskapsarbeid overfor selskapet. I Siemens-saken har Finansdepartementet besluttet ikke å følge Etikkrådets tilråding, men sette selskapet til observasjon. Så langt har ikke Finansdepartementet gitt en egen begrunnelse for sine vedtak, men vist til tilrådingen fra Etikkrådet. Etikkrådets tilrådninger offentliggjøres, og en selvstendig begrunnelse fra departementets side vil i noen tilfeller bidra til ytterligere klargjøring av grunnlaget for uttrekket, noe som vil ha betydning for senere saker. Det vil for eksempel kunne være rimelig at departementet klargjør hvordan departementet har vektet ulike virkemidler eller handlingsalternativer i saker hvor det foreligger en tilråding som ikke følges opp med en beslutning om uttrekk. Dette vil også generelt øke åpenheten om forvaltningen av fondet. Finansdepartementet tar på denne bakgrunn sikte på å gi kortfattede begrunnelser for sine beslutninger som treffes i henhold til retningslinjene, der dette finnes hensiktsmessig.

Ved publisering av uttrekket karakteriserer man et selskap og dets virksomhet på en måte som kan virke svertende. Dette stiller strenge krav til kvalitet i beslutningsunderlaget og til at man opptrer på en ryddig og etterrettelig måte. Dette understrekes av at beslutningsmyndigheten er lagt til et departement i en nasjonalstat. I rap-

porten fra Chesterman og Albright Group påpekes dette poenget (s. 26). Både for å sikre tillit i markedene og politisk oppslutning over tid om de etiske retningslinjene, bør det ikke kunne reises mistanke om at beslutninger om uttrekk er motivert av for eksempel næringspolitiske eller utenrikspolitiske hensyn. Klargjøring av generelle kriterier og momenter som avgjørelsene skal bygge på, samt mer åpenhet om departementets egne overveielser, kan bidra til å sikre dette.

Det vises for øvrig til at flere viktige forhold som er omtalt i denne meldingen og som også leder opp til konkrete endringer i rammeverket, vil utdype og presisere forståelsen av ulike deler av vilkårene for uttrekk. Andre tiltak, som for eksempel et mulig samarbeid med FNs Global Compact som er omtalt nedenfor, vil også kunne føre til en nærmere presisering av normgrunnlaget.

Om anvendelse av de etiske retningslinjene overfor selskaper som opererer i krigs- og konfliktsoner

Erfaringen med de etiske retningslinjene hittil viser at det særlig ofte oppstår spørsmål om fondet har investeringer som berøres av uroligheter i bestemte stater eller geografiske områder. Som eksempel vises til oppmerksomhet som har kommet i kjølvannet av konflikter og kriger i Burma, Zimbabwe, Kongo, Sri Lanka og Israel og Det palestinske området. Ofte har det vært uttrykt ønske fra frivillige organisasjoner, privatpersoner eller politiske miljøer om at selskaper som har virksomhet i de aktuelle områdene, eller har tilknytning til én av sidene i en konflikt, må selges ut av porteføljen.

Departementet viser for det første til at de nevnte områdene er preget av svært ulike typer av konflikter. Det er bare Burma som er gitt en særskilt behandling ved at fondet ikke kan investere i statsobligasjoner utstedt av denne staten. I henhold til en endring av de etiske retningslinjene i 2008, skal fondet heller ikke være investert i selskaper som selger våpen og militært materiell til stater hvor fondet er avskåret fra å kjøpe statsobligasjoner. Dette innebærer at fondet ikke skal investere i selskaper som selger slike produkter til Burma. Burma skiller seg ut på flere måter, men det viktigste i denne sammenheng er omfanget av de internasjonale tiltakene mot landet. For tiden finnes det ingen andre sanksjons- eller tiltaksregimer som Norge har sluttet opp om som har samme omfang som tiltakene mot Burma.

Når det gjelder andre konfliktområder som ikke er omfattet av internasjonale sanksjoner som

Boks 4.6 Særlige spørsmål knyttet til framvoksende markeder

I St.meld. nr. 16 (2007-2008) ble det foreslått i større grad å gå inn i framvoksende markeder. Dette fikk tilslutning ved stortingsbehandlingen, jf. Innst.S. nr. 283 (2007-2008). Økte investeringer i framvoksende markeder vil reise særlige utfordringer, slik det er påpekt i rapporten fra Cherman og Albright Group.

Informasjonsutfordringen: En tilråding om utelukkelse innebærer vurderinger om grove normbrudd av de aktuelle selskapene. Det er derfor viktig med et godt og dokumenterbart belegg for avgjørelsen. Samtidig er det viktig å understreke at kravene til belegg tar utgangspunkt i en risikovurdering knyttet til framtidige normbrudd, og ikke tar sikte på å fastlegge skyld for normbrudd i fortid. Dette kommer igjen an på hvilket risikonivå departementet er villig til å akseptere på fondets vegne.

Informasjonstilgangen i framvoksende markeder er ofte begrenset. Etikkrådet har gjennom sine tilrådingen utviklet en høy standard for krav til dokumentasjon og belegg av brudd på for eksempel menneskerettigheter eller miljøskade. Det kan være vanskelig å oppfylle de samme kravene i en del framvoksende markeder. Resultatet kan være at et selskap i et utviklet marked i et vestlig land og et selskap i et framvoksende marked, som ut fra omfang og grad av brudd på de etiske retningslinjene burde likebehandles, kan bli forskjellsbehandlet fordi det er ulik grad av mulighet til å dokumentere normbruddene. Dette kan føre til at de «verste» selskapene i utviklede markeder blir ekskludert, mens «verre» selskaper i framvoksende markedet blir værende i investeringsuniverset. Departementet legger til grunn at manglende informasjon om et selskaps atferd, og ikke minst manglende vilje fra selskapet til å bidra med opplysninger, i seg selv kan bidra til at risikoen for medvirkning til uetisk atferd anses uakseptabelt høy. Det vil i praksis kunne innebære at en i mindre transparente markeder, der forhold kan være vanskeligere å belegge, ikke kan stille de samme krav til dokumentasjon for å begrunne et uttrekk.

Ulike standarder i ulike land: Noen vil hevde at Statens pensjonsfond – Utland som investor ikke bør investere i selskaper som har andre standarder knyttet til miljø, arbeidstakerrettigheter eller barnarbeid enn de krav som med rimelighet kan stilles til norske selskaper. Dette ville kunne hatt som konsekvens at midler fra fondet bare kunne plasseres i utviklede markeder. Hvis alle investorer som ønsker å kalle seg ansvarlige investorer endte opp med en slik investeringsavgrensning, ville det åpenbart være uheldig for tilgangen til kapital i framvoksende markeder, og dermed for den økonomiske utviklingen og leve-

kårene for folk i disse landene. Det vises til omtale i St.meld. nr. 10 (2008-2009) Næringslivets samfunnsansvar i en global økonomi på s. 52 hvor det heter:

«Bistand alene skaper ikke varig utvikling. Økonomisk vekst er en forutsetning. Et aktivt og dynamisk næringsliv danner grunnstammen i den verdiskapingen som må til for å bekjempe fattigdom og nå FNs tusenårsmål. Næringsutvikling skaper arbeidsplasser og bidrar til finansiering av infrastruktur og sosiale tjenester. Bistand er og vil fortsatt være viktig, spesielt i de fattigste landene. Men uten økonomisk aktivitet og verdiskaping i de enkelte utviklingsland, blir det umulig å realisere tusenårsmålene.»

En kan derfor ikke si at det i seg selv vil være uetisk å investere i land med lavere standarder på ulike områder. Det vises til en noe parallell diskusjon for selskapers del i ovenfor nevnte stortingsmelding på side 42. Ulike etiske dilemmaer må en imidlertid være forberedt på.

De etiske retningslinjene bygger på internasjonalt anerkjente normer og standarder. Et av kriteriene for uttrekk, «grove brudd på menneskerettighetene», bygger direkte på oppfatningen nedfelt i FNs menneskerettighetskonvensjoner om universelle standarder for alle mennesker, som ikke skal variere mellom land med ulike kulturer og ulikt økonomisk utviklingsnivå. Videre vil alvorlig forurensende virksomhet, jf. kriteriet om alvorlig miljøskade, ikke ramme miljøet mindre hardt fordi om den finner sted i et fattig land.

Den nærmere innholdsbestemmelsen av sosiale og økonomiske rettigheter i det enkelte land vil imidlertid i praksis også måtte ta hensyn til økonomisk nivå og politiske prioriteringer i det enkelte land. Dette kan også spille inn i vurderingen av ulike forhold ut fra et overordnet etisk perspektiv. Forurensende virksomhet for eksempel, kan påvirke både miljø og lokalbefolkning negativt. På den annen side kan den samme virksomheten være den økonomiske bærebjelken i et samfunn med små muligheter til annet inntektsgivende arbeid. Andre forhold kan nyansere bildet ytterligere, for eksempel om et selskaps virksomhet bidrar til undertrykking eller utnyttning av utsatte grupper.

Som det ovenstående viser kan virksomhet i framvoksende markeder by på avveininger hvor en i begrenset grad kan bygge på erfaringene fra næringsvirksomhet i utviklede land og markeder. Dette vil stille departementet overfor nye utfordringer når det gjelder å forvalte de etiske retningslinjene på en god måte.

Stortinget har sluttet seg til, må en holde fast ved utgangspunktet om at fondet er investert i selskaper og forholder seg til selskaper. Det vil ikke være noen automatikk i at et selskap som opererer i et urolig område verken lager produkter eller har en atferd som rammes av kriteriene i de etiske retningslinjene. Tvert imot vil det noen ganger være slik at et selskap bidrar i positiv retning for befolkningen, ved at det opprettholder økonomisk virksomhet, tilbyr arbeidsplasser, produserer nødvendighetsartikler og i noen tilfeller også bidrar med for eksempel en viss grad av beskyttelse eller sosiale tjenester, som skole eller legehjelp. Der som en skulle utelukke selskaper på grunn av ren tilstedeværelse i et område, eller på grunn av en bestemt nasjonalitet, uten noen nærmere vurdering av selskapets konkrete virksomhet, ville det i realiteten representere en finansiell boikott av selskaper av årsaker som ellers ikke er en del av de etiske retningslinjene. I så fall ville det være nærliggende å oppfatte fondet som et utenrikspolitisk instrument, noe det er bred enighet om at det ikke skal være.

På den annen side kan det generelt være grunn til å være ekstra aktpågivende overfor selskaper som opererer i krigs- og konfliktsoner. Slike områder vil typisk være preget av en høy forekomst av vold og overgrep, samtidig som viktige samfunnsinstitusjoner som politi og rettsvesen ikke er til stede eller fungerer dårlig. Det vises til omtale i St.meld. nr. 10 (2008-2009) Næringslivets samfunnsansvar i en global økonomi s. 45 flg. Dette taler for at sannsynligheten for at selskaper kan bli involvert i for eksempel brudd på grunnleggende menneskerettigheter eller korrupsjon øker, eller at selskapene på annen utilbørlig måte utnytter sin posisjon. Samtidig må en påregne at informasjonstilgangen i slike områder er dårlig og vanskelig å verifisere, noe som byr på ekstra utfordringer. Selskaper med virksomhet på okkupert område reiser særlige dilemmaer. På den ene siden kan det være etisk kritikkverdigg å bidra til tvangsmakt som opprettholder en okkupasjon. På den andre siden trenger folk i okkuperte områder både et minimum av velferdstjenester og fysisk infrastruktur som okkupasjonsmakten er folkerettslig forpliktet til å tilby og som okkupasjonsmakten ikke kan yte uten eksterne bidrag.

Anvendelse av de etiske retningslinjene i krigs- og konfliktsoner er således krevende. Departementet vil arbeide videre med dette temaet, og ser det som naturlig å innhente synspunkter fra Etikkrådet, Norges Bank og andre miljøer med relevant ekspertise. Departementet har blitt

anmodet om å delta i et prosjekt sammen med FNs Global Compact for å utrede spørsmål knyttet til selskapers virksomhet i konfliktområder. Finansdepartementet stiller seg i utgangspunktet positiv til dette. Det vil også være naturlig å innhente vurderinger fra frivillige organisasjoner når det gjelder dette temaet.

Om Etikkrådets arbeid generelt, herunder mulig bruk av flere virkemidler

Som nevnt ovenfor er departementet fornøyd med arbeidet Etikkrådet har utført. Departementet vil nedenfor vurdere om forslag til endringer i arbeidsformer og virkemidler som har kommet fram i evalueringsprosessen kan styrke arbeidet ytterligere. Etikkrådet rår per i dag kun over det ene virkemiddelet å tilrå at et selskap utelukkes. Dette påvirker hvordan rådet velger ut selskaper, hvilken kontakt det har med selskaper under utredning og hvilken effekt man kan anta at Etikkrådets arbeid har.

Utvalg av selskaper. I Chesterman og Albright Group-rapporten nevnes at måten Etikkrådet velger ut selskaper på og saker for videre oppfølging på, ikke er tydelig kommunisert utad. I årsmeldingen for 2008 har Etikkrådet tatt inn en beskrivelse av sin utvalgsprosess. Departementet mener dette er et nyttig tillegg i forhold til tidligere år og er godt egnet til å gi selskaper og allmennheten mer innsyn i Etikkrådets utvalgsprosedyrer. Departementet vil legge opp til at en beskrivelse av Etikkrådets arbeidsmetoder og prinsipper for utvalg av selskaper som skal granskes nærmere, gjøres offentlig tilgjengelig.

Dialog med selskaper. Flere av høringsinstansene foreslår at Etikkrådet bør ha mer og tidligere dialog med selskapene. Departementet støtter dette synet. Departementet finner det positivt at Etikkrådet gir anledning til møter mellom Etikkrådet og det aktuelle selskapet, i tillegg til skriftlig korrespondanse. Dette bidrar til å styrke informasjonsgrunnlaget og til å gi selskapet en sjanse til bedre å forklare den aktuelle situasjonen.

Slik departementet ser det, vil en eventuell dialog mellom Etikkrådet og aktuelle selskaper også kunne ha andre positive effekter ved at selskapene, der det ligger til rette for det, kan få signaler om hva slags atferd eller tiltak som må på plass for å hindre utelukkelse. Dette vil bidra til større forutberegnelighet for selskapene og kan også bidra til at noen selskaper endrer atferd. Samtidig må man regne med at det også vil finnes en del selskaper som enten ikke ønsker dialog, el-

ler hvor dialogen raskt viser at selskapet ikke har noen interesse av eller vilje til å ta tak i de aktuelle problemene. Det må imidlertid være klart at Etikkrådet ikke kan forventes å kunne gi veiledning i alle tilfeller, for eksempel om hvordan et selskap skal redusere sin forurensning.

Departementet vil legge opp til en ordning hvor en beslutning om å utelukke et bestemt selskap alltid gjøres kjent for selskapet i forkant av at beslutningen offentliggjøres. Det kan i visse tilfeller ha gått noe tid siden man første gang initierte kontakt med selskapet og fram til en slik beslutning fattes. Dagens etiske retningslinjer legger allerede opp til dette, men departementet mener dette bør være en fast ordning, i tråd med anbefalingene i Chesterman og Albright Group-rapporten.

Prosedyre for at ekskluderte selskaper tas inn igjen. Chesterman og Albright Group-rapporten samt flere høringsinstanser har påpekt at de etiske retningslinjene bør inneholde en klarere prosedyre for hvordan et selskap kan bli tatt inn i porteføljen igjen. Departementet er enig i at det kan være behov for en tydeligere prosedyre for dette. Det antas at dialog i etterkant av en eksklusjon kan ha positiv innvirkning på et selskaps atferd. I enkelte tilfeller vil det ligge godt til rette for at Etikkrådet kan uttrykke konkrete forventninger til et selskap. Departementet vil, i samarbeid med Etikkrådet, legge opp til at en slik prosedyre utarbeides og offentliggjøres.

Informasjon og dokumentasjon. Slik Etikkrådet påpeker i sin høringsuttalelse, kan det være vanskelig å dokumentere brudd på de etiske retningslinjene i markeder der informasjonstilgangen er begrenset. Betydningen av manglende muligheter for å dokumentere mulige normbrudd er omtalt i boks 4.6. Departementet har merket seg at Etikkrådet i tilrådinger i praksis har anvendt manglende vilje fra et selskap til å utlevere forespurt informasjon som en indikasjon på at det foreligger noe uakseptabelt i selskapets virksomhet. Departementet vil understreke at mangel på informasjon kan spille inn i vurderingen av hvorvidt det foreligger en uakseptabel risiko for medvirkning. Dersom en i realiteten ikke kan skaffe seg tilstrekkelig informasjon til å vurdere risikoen for normbrudd, vil dette i seg selv kunne oppfattes som å ta en uakseptabel risiko, ut fra omstendighetene. Kravet til dokumentasjon om normbrudd bør på denne bakgrunn nyanseres i markeder der slik informasjon generelt er vanskelig tilgjengelig. Manglende evne og vilje fra selskapers side til å utlevere informasjon kan gi grunnlag for en vurdering av at risikoen for medvirkning er

uakseptabelt høy, dersom det foreligger andre opplysninger i saken som støtter at kriteriene er oppfylt.

Observasjonsliste. Under punkt 4.3.5 nedenfor foreslår departementet at det opprettes en observasjonsliste som nytt virkemiddel. Det vil kunne være aktuelt at også Etikkrådet kan anvende denne som et av sine virkemidler. Det vises til omtale nedenfor under punkt 4.3.5.

Flere eller andre kriterier for å utelukke selskaper

Spørsmålet om negativ filtrering av tobaksprodusenter, basert på en vurdering av at normal bruk av produktet har svært negative helsemessige og øvrige konsekvenser, er en sentral utfordring som er framkommet i høringsrunden. Siden etableringen av Statens pensjonsfond – Utland har dette spørsmålet vært reist flere ganger.

I Revidert nasjonalbudsjett 1999 fremmet Bondevik I-regjeringen forslag om å forby investeringer i selskaper som har produksjon av tobakksprodukter som hovedaktivitet. Dette fikk ikke flertall i Stortinget.

Graver-utvalget (NOU 2003: 22) presenterte argumenter både for og mot at tobakk burde utelukkes gjennom negativ filtrering. På den ene siden ble det vist til den internasjonale utviklingen på området, gjennom en ny tobakkskonvensjon, og på den andre siden det faktum at tobakk er et lovlig produkt.

Ved oppfølgingen av Graver-utvalget i Revidert nasjonalbudsjett 2004, ble opplegget fra Graver-utvalget fulgt opp og det ble ikke foreslått å utelukke tobakksprodusenter. Imidlertid ble det ved Stortingsbehandlingen fremmet forslag fra SV og SP om å filtrere for tobakk. Dette ble blant annet sett i sammenheng med gjennomføringen av innstramningen i røykeloven¹¹. Forslaget ble ikke vedtatt.

Det er etter departementets vurdering klart at enkelte av de motargumenter som er anført mot negativ filtrering nå står svakere.

Det ble i debatten i 1999 anført at å utelukke tobakk ville ha som mulig konsekvens at også andre helseskadelige produkter burde utelukkes, og at fondet ville få mindre mulighet til å spre sin risiko. Det synes nå som man har gode argumenter for at det er rimelig ikke å utvide gruppen av eksklusjonskriterier ut over tobakk til eventuelle andre helseskadelige produkter. Tobakk er et produkt som skiller seg ut når det gjelder risikoen for

¹¹ lov 23. mai 2003 nr. 34 om endringer i lov 9. mars 1973 nr. 14 om vern mot tobakkskader.

alvorlig sykdom og død som følge av bruk som er i tråd med forutsetningene for produktet.

Et argument som ble nevnt i Graver-utvalget, var at selv om en ikke gikk inn for negativ filtrering, kunne enkeltelskaper utelukkes for uetisk atferd. Etikkrådet har så langt ikke avgitt noen tilråding om uttrekk av tobakkselskaper. Departementet legger til grunn at så lenge det er produktet i seg selv som er problemet, er det filtrering som er det rette virkemiddelet.

Norge har siden de etiske retningslinjene ble inført i 2004 ratifisert WHO's tobakkskonvensjon. Mange høringsinstanser vektlegger at denne konvensjonen gir gode argumenter for at Statens pensjonsfond – Utland selger seg ut av alle tobakkselskaper. Departementet vil vise til at konvensjonen var framforhandlet da Graverutvalget kom med sin innstilling og at ratifiseringen i seg selv ikke medfører en forpliktelse til å innføre negativ filtrering for tobakk. Samtidig er det et faktum at man nå har på plass en internasjonal konvensjon om å begrense bruken av tobakk, med oppslutning fra mange land. Det er naturlig at man ved evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland legger vekt på denne utviklingen.

For en investor med langsiktig perspektiv vil det i visse tilfeller kunne forventes sammenfall mellom det som er i investorens finansielle interesse og det som følger av å ta etiske hensyn, men ikke nødvendigvis. En nærmere analyse av de finansielle konsekvensene er gitt i boks 4.7. Analysen viser at konsekvensene sannsynligvis er negative i form av dårligere bytteforhold mellom risiko og forventet avkastning. Dette kan imidlertid ikke være avgjørende ved en beslutning som er basert på en vurdering av hvilke etiske minstenormer som bør følges i forvaltningen.

Etter departementets vurdering er det *produksjon* av tobakk som bør danne grunnlag for filtrering. Dermed vil salg av tobakk ikke rammes av kriteriet. Departementet vil se nærmere på ulike metoder for avgrensning ved filtrering av tobakksprodusenter. Det kan vise seg å være noen særlige utfordringer ved å skulle operere med en nulltoleranse for all produksjon av tobakk i porteføljen, selv om dette vil være et utgangspunkt når man utformer kriteriet.

Departementet legger på denne bakgrunn opp til at tobakksprodusenter filtreres fra Statens pensjonsfond – Utland.

To høringsinstanser har bedt om at produksjon av alkohol skal danne grunnlag for filtrering. Filtrering er et sterkt virkemiddel som bør be-

grenses til særlige tilfeller hvor man kan anse at det eksisterer et klart felles verdigrunnlag i den norske befolkning. Det har skjedd en utvikling i perioden etter at Graver-utvalget foreslo dagens etiske retningslinjer, internasjonalt gjennom en egen konvensjon viet tobakkskontroll (trådte i kraft i februar 2005) og nasjonalt gjennom innstramningen av røykeloven i 2004, som må anses å utgjøre et slikt klart felles verdigrunnlag relatert til filtrering av tobakksprodusenter. Når det gjelder spørsmål om ev. å utelukke andre helseskadelige eller sosialt uheldige tjenester fra fondets investeringsunivers, herunder alkohol, har man ikke den samme graden av normutvikling nasjonalt eller internasjonalt som kan gi en tilsvarende tydelig forankring. Ovenfor har departementet lagt til grunn at tobakk er et produkt som skiller seg ut når det gjelder risikoen for alvorlig sykdom og død som følge av bruk som er i tråd med forutsetningene for produktet. Det samme kan ikke sies for eksempel om alkohol.

For produkter som er sterkt vanedannede og som ved overdreven bruk har sterke negative sosiale konsekvenser, vil departementet anta at markedsføring som må anses grovt uetisk eksempelvis overfor mindreårige, vil kunne bli vurdert opp mot utelukkelseskriteriet «andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer» i de etiske retningslinjenes punkt 4.4.

4.3.5 Samvirke mellom virkemidlene

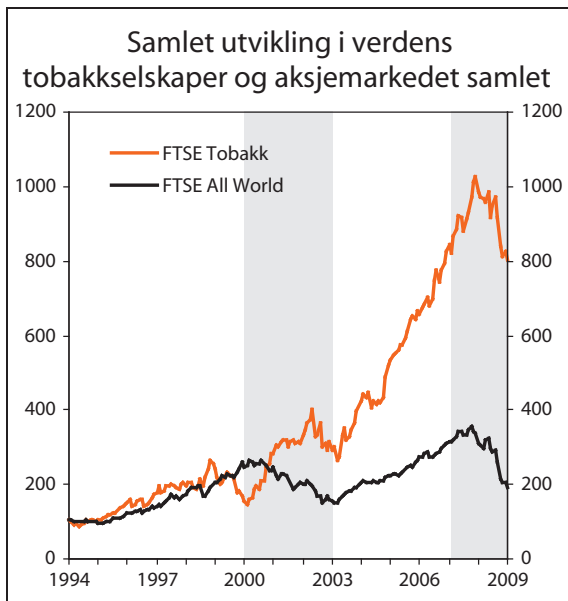
4.3.5.1 Innledning

I St.meld. nr. 24 (2006-2007) Om forvaltningen av Staten pensjonsfond i 2006, beskriver departementet bl.a. samspillet og måloppnåelsen for bruken av virkemidler under dagens etiske retningslinjer. Virkemidlene forfølger to ulike mål, og samtidig ble det ansett som viktig at de brukes slik at de utfyller hverandre på en best mulig måte og slik at intensjonen bak retningslinjene oppfylles. Det ble påpekt at en vurdering av om fondet løper en uakseptabel risiko for å medvirke til grovt uetiske forhold bl.a. vil avhenge av hvorvidt en bruker sitt eierskap for å få slutt på de samme forholdene. Den samme tematikken ble omtalt i neste stortingsmelding om fondet (St.meld. nr. 16 (2007-2008)) der det bl.a. heter at eierskapspåvirkning for å sikre respekt for grunnleggende etiske normer normalt bør inngå i en virkemiddelkjede der utelukkelse av et selskap er siste utvei.

Det er behov for et godt samvirke mellom de virkemidler man til enhver tid har i rollen som ansvarlig investor. Et godt samvirke vil være med på å styrke både systemets funksjon og dets trover-

Boks 4.7 Verdiutviklingen i tobakksaksjer

Figur 4.3 viser utviklingen i tobakksaksjer og det samlede markedet for aksjer siden 1993¹. Figuren viser bl.a. at avkastningen i tobakkselskaper har vært vesentlig høyere enn for markedet samlet. En formue på 100 kroner investert i tobakkselskaper ville vokst til 805 kroner ved utgangen av januar 2009. Tilsvarende investe-



Figur 4.3 Indeksutvikling i verdensindeksen for aksjer (FTSE AllWorld) og sektorindeksen for tobakkselskaper (FTSE AllWorld Tobakk). Lokal valuta. Indeks. 31.12.1993 = 100

Kilde: Datastream/Finansdepartementet

ring i hele aksjemarkedet ville gitt en sluttformue på 192 kroner.

Tobakksaksjer har gitt høyere avkastning enn verdensindeksen i 13 av de siste 15 årene. Selv om risikoen målt ved standardavvik også har vært høyere i tobakk, er det realisererte forholdstallet mellom avkastning og risiko vesentlig høyere i tobakk enn for markedet samlet.

Det stabile forbruksmønsteret som skapes hos brukere av tobakk gjennom den avhengighet som dannes, kan medføre at verdien av tobakkselskaper vil være lite utsatt for endringer i folks forbruksmønster, for eksempel knyttet til en økonomisk nedgangstid. Figur 4.3 gir støtte til en slik påstand, ettersom tobakksaksjer har gitt bedre avkastning enn hele markedet i de to skraverte periodene, 2000-2002 og 2008-2009, som representerer perioder med fall i verdens aksjemarkeder. Utelukkelse av tobakksektoren kan derfor bety at en utelukker en sektor som kan virke dempende på aksjeporteføljens tap i perioder med fall i verdens aksjemarkeder.

Det er samtidig usikkert hvordan tobakksektoren vil utvikle seg i tiden framover. Historisk avkastning gir ikke nødvendigvis et godt estimat på utviklingen framover.

¹ Verdens aksjemarked er representert ved FTSE All-World indeksen, som inkluderer store og mellomstore selskaper i FTSEs verdensindeks. Tobakksaksjer er representert ved tobakksektoren i samme indeks. Avkastningen måles i indeksens valutakurv (lokal valuta).

dighet. I motsatt fall risikerer man at retningslinjene framstår som fragmenterte, lite forutsigbare og lite forståelige. Dette vil i sin tur svekke retningslinjenes slagkraft og effekt.

Utfordringene knyttet til dagens system handler ikke om at Etikkrådet og Norges Bank ikke har løst sine oppgaver på en god måte. Det handler primært om at virkemidlene de to organene er satt til å operasjonalisere forfølger ulike mål, noe som igjen legger store begrensninger på muligheten for koordinering og samvirke.

Departementet ønsker å videreføre bruken av både eierskapsutøvelse og uttrekk. Men i lys av erfaringene hittil og i lys av den internasjonale utviklingen på området, er det behov for å samordne virkemidlene bedre og sette dem inn i en mer helhetlig struktur under en overordnet

målsetting. I tillegg bør man utvide spekteret av virkemidler, bl.a. for å skape større forutsigbarhet for selskapene. Flere av høringsinstansene har gitt verdifulle innspill om dette, se punkt 4.3.4.3 over.

4.3.5.2 Høringsnotatet

I høringsnotatet under punkt 3.4 heter det bl.a. at departementet anser at det vil være et visst rom for samspill mellom aktivt eierskap og utelukkelse av selskaper. Det er viktig at forholdene ligger best mulig til rette for et slikt samspill i saker hvor det er naturlig, og hvor man med sannsynlighet kan oppnå bedre resultater enn om virkemidlene anvendes separat. En kan for eksempel tenke seg et system med en gradert virkemiddelbruk, der

utøvelse av eierrettigheter så langt som mulig prøves ut i første omgang, mens utelukkelse av et selskap er en siste utvei.

I høringsnotatet vises det til at det er flere indikasjoner på at dagens struktur ikke legger godt nok til rette for et slikt samspill. Ansvar for disse to virkemidlene ligger i ulike organisasjoner, noe som påvirker muligheten for informasjonsflyt og kommunikasjon mv. De to organisasjonene har også, på bakgrunn av sine tildelte mandater, nok så ulike tilnæringsmåter og arbeidsmetoder. Dette kan vanskeliggjøre et effektivt samspill mellom virkemidlene.

Rapporten fra Chesterman og Albright Group gir flere konkrete forslag til tiltak. Ett av dem er at det kan etableres en observasjonsliste over selskaper som gir grunn til bekymring, og som kan være gjenstand for diskusjon mellom Etikkrådet og Norges Bank. Videre nevnes det i rapporten at det bør avholdes kvartalsvise møter mellom rådet og banken for å diskutere enkeltsaker og utveksle informasjon. Før Etikkrådet avleverer en tilråding om å utelukke et selskap hvor banken har igangsatt en dialog eller planlegger å gjøre det, må banken og rådet søke å bli enige om noen tiltak som selskapet bør ha iverksatt for å unngå utelukkelse. Videre foreslås bl.a. følgende i rapporten:

- Etikkrådet og Norges Bank bør bli enige om en prosess for å kunne verifisere hvorvidt positive endringer som selskapet rapporterer om faktisk har funnet/finner sted. Det vil i mange tilfeller være nødvendig med uavhengige tredjepartsundersøkelser for å få brakt dette på det rene. Det er særlig viktig å sørge for uvarslede besøk til arbeidslokaler mv. Man kan ikke belage seg kun på informasjon fra selskapet eller dets konsulenter.
- Punkt 4.5 i de etiske retningslinjene bør endres slik at det spesifikt åpnes for en dialog mellom Etikkrådet og et selskap utover oversendelsen av et utkast til tilråding om utelukkelse.
- Dersom et selskap utelukkes, bør det samtidig oppmuntres til å endre atferd slik at det kan tas inn igjen i investeringsuniverset. Norges Bank og Etikkrådet må i den forbindelse dele all relevant informasjon om selskapets atferd etter at en utelukkelse har funnet sted.

4.3.5.3 Høringsinstansenes syn

De fleste høringsinnspillene som tar opp spørsmål om samspill mellom virkemidlene foreslår større grad av informasjonsutveksling og koordinering mellom Norges Bank og Etikkrådet. Man-

ge av dem synes å bygge på en implisitt forståelse av at begge virkemidler forfølger samme målsetting; dvs. å påvirke selskaper i positiv retning. Det er videre et fellesstrekk for flere innspill at Etikkrådet og Norges Bank oppfordres til stor grad av samarbeid i tidlig fase av en utredning, slik at de har en omforent forståelse av en sak som kommer inn til Finansdepartementet for endelig beslutning.

Både *Norges Bank* og *Etikkrådet* har i sine uttalelser lagt vekt på at bankens og rådets roller bør holdes klart atskilt. De foreslår relativt liten grad av samspill og hevder snarere at systemet vil hente styrke fra at virkemidlene holdes separate og forfølger ulike mål.

Samarbeid og informasjonsutveksling

Bob Pozen er en av de som tar til orde for tettere samarbeid mellom Etikkrådet og Norges Bank mens et selskap utredes. Han foreslår videre at de to instansene sammen bør presentere en plan for Finansdepartementet, ev. at de gir hvert sitt råd, men da basert på informasjonsutveksling og diskusjoner allerede i tidlig fase av en utredning. *Pozen* uttaler at eierskapsarbeid faktisk må være prøvd ut, før man konkluderer med at uttrekk er eneste utvei i en konkret sak. Dette fordrer større grad av samarbeid og konsultasjon mellom Etikkrådet og Norges Bank. Etikkrådet bør også kunne gi råd om at eierskapsarbeid prøves ut, etter *Pozens* mening.

Norfund peker også på behovet for bedre koordinering mellom Etikkrådet og Norges Bank under arbeidet med å utrede saker. Det er ifølge *Norfund* en risiko ved uttrekk for at man mister innflytelsen på situasjonen og i verste fall at forholdene forverres for de som er berørt. *Norfund* mener at uttrekk bør forbeholdes de tilfeller hvor det er åpenbart at utøvelse av eierskap ikke vil føre til forbedringer av situasjonen.

Kirkens Nødhjelp uttaler i sitt høringsinnspill at det bør være mer informasjonsutveksling og koordinering mellom Etikkrådet og Norges Bank i enkeltsaker og i saker av mer strategisk art. *Forum for utvikling og miljø* mener det bør være en selvfølge med utstrakt informasjonsutveksling mellom Etikkrådet og Norges Bank.

I sitt innspill skriver *KLP* at et tettere samarbeid mellom Etikkrådet og Norges Bank vil være naturlig, i den forstand at de to enhetene bør være koordinert og integrert i hverandres arbeidsprosesser.

Andrew T. Williams og *James P. Hawley* skriver bl.a. at Norges Bank og Etikkrådet bør oppfordres på det sterkeste til å kommunisere mest mulig med hverandre og å koordinere aktivitetene i relasjon til selskaper begge ønsker å følge.

LO skriver i sin høringsuttalelse at det er viktig å skille Etikkrådet og Norges Bank som to selvstendige aktører. De skriver videre at det ikke er et mål i seg selv å selge aksjer. Det primære mål må være å medvirke til en bedre praksis. Slik LO ser det, kan man trolig legge et større press på selskaper for å få til en bedre utvikling i virksomheten, ved å kople eierskapsutøvelse og uttrekk.

Etikkrådet er i sitt innspill positive til direkte samarbeid med Norges Bank, forutsatt at begge parter ønsker det. Videre foreslår rådet gjensidig informasjonsplikt mellom de to enhetene som ikke legger føringer for selve arbeidet. I saker hvor man ser at et selskap har en tvilsom praksis, men hvor den ikke nødvendigvis fanges opp av kriteriene for uttrekk, foreslår Etikkrådet at man rutinemessig sender slike saker til Norges Bank.

Norges Bank skriver i sitt høringsinnspill at banken ikke bør delta i saksbehandling i uttrekksaker. Her er det viktig med en tydelig rolledeling. Eierskapsutøvelsen skal sikre fondets langsiktige økonomiske interesser, og det er ikke slik at banken kan garantere eierskapsutøvelse i enkelttilfeller der det finnes problemer og hvor utelukkelse ikke blir aktuelt. Videre ønsker ikke Norges Bank noen samordning av saksbehandlingen på enkeltsaksnivå. De ser for øvrig ikke behov for å anvende Finansdepartementet eksklusjonsordning som trussel i eierskapsutøvelsen. Banken anser at den har andre muligheter til å legge press på selskaper. Norges Bank peker også på muligheten for at den selv kan velge å selge seg ut av et selskap. Informasjonsutveksling kan skje ved at Etikkrådet deltar i møter banken har med Finansdepartementet.

Sparebankforeningen anser at det kan være rom for overlapp mellom uttrekk og eierskapsutøvelse. De er imidlertid skeptiske til om dette potentialet faktisk bør tas ut og frykter at et tettere samvirke vil kunne undergrave eierskapsutøvelsens hovedformål, nemlig å fremme langsiktig finansiell avkastning. *Regnskogfondet* på sin side uttrykker bekymring for at aktivt eierskap skal føre til mindre vekt på uttrekksmekanismen. De skriver at uttrekksmekanismen må ivareta alle deler av retningslinjene, noe som går utover Norges Banks satsingsområder. Dersom en eksisterende praksis i et selskap i Statens pensjonsfond – Utlands portefølje finnes å være et så alvorlig brudd

på de etiske retningslinjene at det legitimerer et uttrekk av et selskap, bør dette skje uavhengig av om Norges Bank har en aktiv dialog med selskapet eller ikke.

Observasjonsliste

Flere av høringsinstansene tar til orde for ulike former for observasjon av selskaper. Når et selskap settes under observasjon, kan det anses som en advarsel, uttaler *Amnesty* i sitt høringsinnspill.

Andrew T. Williams og *James P. Hawley* foreslår at det etableres to observasjonslister, én offentlig og én intern. Begge lister bør være gjenstand for jevnlig diskusjon mellom Etikkrådet og Norges Bank. Den interne listen vil være ment for selskaper hvor man er i en tidlig utredningsfase. Den offentlige listen vil gjelde selskaper hvor man har en aktiv eierskapsprosess, eller hvor rådet har kommet langt i sin prosess med å vurdere selskapsatferd. *Williams* og *Hawley* peker også på muligheten for at det kan foregå en særskilt dialog med selskaper som står i fare for å bli flyttet fra den interne til den offentlige listen. Dette vil kunne virke som et insentiv til bedret atferd.

Etikkrådet viser til forslaget i rapporten fra Albright Group og Chesterman hvor det drøftes etablering av ulike former for observasjonslister som skal øke de etiske retningslinjenes påvirkningskraft blant annet ved at Norges Bank og Etikkrådet skal lage en felles plan for hvert enkelt selskap på denne lista. Etikkrådet uttaler at en slik delt liste mellom Norges Bank og rådet forutsetter at rådets mandat endres til også å omfatte eierskapsutøvelse. Dette mener Etikkrådet prinsipielt sett vil være uheldig.

Etikkrådet viser videre til at de til enhver tid har en intern liste over selskaper som er under vurdering:

«På lista er selskaper der rådet har bekymringer, og der en er på ulike stadier i utredningen. Et selskap havner på Etikkrådest «watch-list» hvis det er konkrete mistanker om at selskapet bidrar til grove brudd på retningslinjene. Denne lista egner seg ikke for offentliggjøring fordi den består av selskaper som ikke er tilstrekkelig utredet til at en tilråding kan avgis. En liste som lages på grunnlag av utilstrekkelig informasjon, vil kunne skade et selskaps omdømme betydelig uten at det nødvendigvis er grunnlag for dette. I tillegg vil Etikkrådets og Finansdepartementets troverdighet kunne bli svekket. En observasjonsliste som skal kunne offentliggjøres, vil derfor i praksis forutsette et nesten like stort utredningsarbeid for hvert enkelt sel-

skap som for å avgi en tilrådning om uttrekk. Dette ville ikke være en heldig prioritering av ressursbruken til Etikkrådet.»

Carlos Joly anser forslaget i *Chesterman og Albright* rapporten om et supplerende virkemiddel – observasjonsliste – som fornuftig. Utgangspunktet for en slik liste vil i konteksten til Statens pensjonsfond – Utland være hva selskaper må gjøre for å unngå å bli utelukket. *Joly* understreker at han i motsetning til *Chesterman og Albright* mener det er viktig at listen er offentlig. Dette vil forsterke signalet til både selskapet og markedet for øvrig om at en bestemt type atferd anses skadelig. Slik *Joly* ser det, vil hemmelighold av informasjon om selskapers atferd øke risikoen for uakseptabel atferd og markedssvikt. Han anser at man i forvaltningen av fondet har en plikt til å bidra til økt ansvarlighet og åpenhet hos selskapene, noe som må veie tyngre enn selskapenes behov for beskyttelse mot at kritikkverdige informasjon kommer ut. *Joly* sammenlikner for øvrig publiseringen av både uttrekk og observasjon med det rating-byråer gjør når de offentliggjør opp- eller nedgraderinger av aksjer eller obligasjoner.

4.3.5.4 Departementets vurdering

Arbeidet med de etiske retningslinjene er fordelt på tre ulike institusjoner; Finansdepartementet, Etikkrådet og Norges Bank. Dagens etiske retningslinjer legger ikke eksplisitt opp til samordning av Norges Bank og Etikkrådets aktiviteter, bl.a. fordi de har ulike mandater som i relativt liten grad overlapper. Departementet har som nevnt over i avsnitt 4.3.5.1 tidligere uttrykt en ambisjon om å ha en virkemiddelkjede der eierskap inngår og der uttrekk er siste utvei.

Dagens arbeidsform i Etikkrådet og Norges Bank er lagt opp i henhold til dagens målsetninger og oppdrag, og har etter departementets vurdering fungert tilfredsstillende gitt dette utgangspunktet. Departementet har fått tilbakemeldinger fra eksterne miljøer, andre forvaltere og internasjonale organisasjoner mv. som gir ros til måten Norges Bank og Etikkrådet håndterer sine oppgaver på. Dette trekkes også fram av mange i høringsrunden. På den annen side har det også kommet fram synspunkter i høringsrunden om at det bør være mer samvirke mellom virkemidlene. Flere mener at det bør være større grad av samarbeid, konsultasjon og informasjonsutveksling mellom Norges Bank og Etikkrådet, og at de bør koordinere sine aktiviteter overfor enkeltelskaper. Også rapporten til

Chesterman og Albright Group har liknende vurderinger. Synspunktene er at større grad av koordinering kan gi bedre informasjonsgrunnlag og sterkere gjennomslag for hvert av virkemidlene, enn om de ses isolert og brukes hver for seg.

Departementet mener, i lys av disse innspillene og egne vurderinger, at det er grunn til å ta sikte på en større grad av koordinering av Etikkrådet og Norges Banks arbeid der ansvarsområdene deres overlapper. Ikke minst vil klargjøringen av målsetting som departementet foreslår ovenfor i avsnitt 4.3.2 ha betydning for spørsmål som gjelder hvordan de ulike virkemidlene best kan anvendes sammen og hver for seg for å bidra til måloppnåelse. Departementet mener at de to virkemidlene bør kunne brukes slik at de i større grad kan gi hverandre tyngde og at man kan utnytte den samlede kompetansen bedre. Etikkrådet og Norges Bank har kapasitet og bygger opp kapasitet som det ikke ser ut til at dagens system sørger for blir utnyttet i tilstrekkelig grad.

Departementet viser til at spørsmålene som tas opp under dette punktet omhandler en avgrenset del av arbeidet til Norges Bank og til dels også Etikkrådet, nemlig det som gjelder vurdering og oppfølging av porteføljeselskaper som har en atferd som kan vurderes å være omfattet av utelukkelseskriteriene i de etiske retningslinjene. Ved siden av dette driver både Etikkrådet og Norges Bank aktiviteter som ikke er direkte rettet mot atferd i enkeltelskaper. Etikkrådet arbeider med filtrering av selskaper basert på produkter, der dialog eller forsøk på påvirkning normalt ikke vil være aktuelt. Norges Banks retter sitt arbeid også mot regulerende myndigheter, forskning og informasjonsgiving. I eierskapsutøvelsen i enkeltelskaper kan Norges Bank ta opp spørsmål med selskapene som ligger utenfor det som Etikkrådets mandat omfatter. Dette vil for eksempel gjelde forhold knyttet til god selskapsstyring og til satsingsområdet som gjelder selskapers lobbyvirksomhet mot klimareguleringer tiltak.

Departementet vil presisere at en ikke kan ha som ambisjon at enhver kritikkverdige situasjon i ulike selskaper skal utløse en bestemt reaksjon, eller bruk av et bestemt virkemiddel fra fondet som investor. Med eierskap i åtte tusen selskaper over hele verden er dette urealistisk å tenke seg. Det vil heller ikke være hensiktsmessig – virkemidlene skal anvendes målrettet og der de er egnet. I mange tilfeller må en derfor akseptere at fondet eier aksjer i selskaper hvor drift og selskapspraksis kan gi opphav til kritikk uten at dette utløser noen plikt for fondet til å ta spørsmålet opp

med selskapet. Det er for eksempel ikke noen automatikk i at et selskap som Etikkrådet ser på alltid vil være relevant for Norges Bank å ta tak i gjennom aktivt eierskap. Det kan heller ikke være slik at et selskap som Norges Bank har avsluttet en eierskapsprosess overfor uten å lykkes, automatisk vil bli utelukket.

Departementet ønsker imidlertid å legge til rette for at ressursene som settes inn i arbeidet i Etikkrådet og Norges Bank anvendes slik at det gir mest mulig effekt, og samtidig på en måte som støtter fondets omdømme og tillit som en ansvarlig investor. Departementet mener at det er hensiktsmessig å legge opp til et system for samvirke og koordinering som respekterer Etikkrådet og Norges Banks ulike roller, men som ivaretar følgende forhold:

Forutsigbarhet for selskapene som kontaktes på vegne av fondet er et viktig element. Arbeidet overfor enkeltselskaper vil i dag kunne få svært forskjellig form avhengig av om det er Etikkrådet eller Norges Bank som initierer og gjennomfører en kontakt/undersøkelse. De fleste selskaper vil forvente at representanter for én og samme aksjepost taler med én tunge. Med dagens system kan man i prinsippet risikere at henholdsvis Etikkrådet og Norges Bank kommer med ulike budskap til de samme selskapene.

Mulighet for påvirkning av enkeltselskaper skal være en del av beslutningsgrunnlaget også i uttrekkssaker. Både når det gjelder mulighet for påvirkning og en bedømmelse av risiko framover i tid, mener departementet at både Norges Bank og Etikkrådet vil kunne gi viktige opplysninger og vurderinger.

Best mulig utnyttelse av informasjon. Departementet ønsker at informasjon, kompetanse og kunnskap, både om generelle temaer og enkeltselskaper som finnes i henholdsvis Norges Bank eller Etikkrådet, skal utnyttes best mulig.

Departementet vil utrede nærmere hvordan de ovenfor nevnte hensynene best kan ivaretas i samarbeid med Etikkrådet og Norges Bank. Departementet antar at viktige elementer i en ny ordning bør omfatte bl.a.:

Rutiner for informasjonsutveksling. Departementet antar at informasjon som Etikkrådet har om selskaper kan være interessant for Norges Bank, både ut fra et rent finansielt synspunkt og som et ledd i arbeidet med eierskapsutøvelse. Samtidig vil det være av interesse for Etikkrådet å vite hvordan Norges Bank vurderer selskapet og eventuell mulighet for å kunne påvirke selskapet i positiv retning. Informasjonsrutiner bør legges opp slik at de

ivaretar Norges Banks behov fra sak til sak for konfidensialitet i selskapsdialog, og tilbørlig håndtering av informasjon som kan være kurssensitiv.

Opprettelse av observasjonsliste. Flere andre investorer anvender observasjon av selskaper som et av sine virkemidler, ofte kombinert med dialog med sikte på å påvirke selskapets atferd. En beslutning om å sette et selskap til observasjon kan i gitte tilfeller være et godt alternativ, fordi dette kan antas å bidra til at selskapet endrer sin atferd, eller kan føre til at selskapet gir mer informasjon som kan avklare situasjonen. Bruken av observasjonsliste antas å være særlig egnet der det er tvil om utviklingen framover i tid. Departementet viser til at departementet allerede har besluttet observasjon av et selskap i 2009. Departementet vil legge opp til at bruk av observasjonsliste formaliseres som et av fondets virkemidler.

Viktige spørsmål som vil dukke opp ved bruk av observasjonsliste vil bl.a. være knyttet til hvem som kan sette selskaper til observasjon, vilkår for å beslutte dette, hva som skal til for å konkludere med at selskapet kan tas av observasjonslisten igjen, hvem som skal følge selskapet underveis og hvilken tidshorisont som skal legges til grunn. Et annet viktig spørsmål er om observasjonslisten skal være offentlig eller holdes internt. Her var det delte oppfatninger i høringsrunden. Andrew T. Williams og James P. Hawley har for eksempel foreslått en ordning med én offentlig og én intern observasjonsliste.

Departementet antar at en offentlig observasjonsliste kan være godt egnet som et virkemiddel med tanke på å oppnå positiv endring i selskapene. Offentlighet stiller krav til forsvarlige og grundige saksbehandlingsrutiner, i likhet med det som gjelder for uttrekk. Departementet vil også vurdere en intern observasjonsliste, som kan gjøres til gjenstand for diskusjon mellom banken og Etikkrådet. Den nærmere innretningen av en slik intern liste, bl.a. om selskapene skal gjøres kjent med at de er på listen, vil være et av spørsmålene som må avklares.

Rutiner for saksbehandling i saker som gjelder samme selskap. Når det gjelder selskaper som står på observasjonsliste, vil det oppstå spørsmål om arbeidsdelingen mellom banken og rådet. Dette vil også kunne oppstå i andre enkelttilfeller. Dette reiser prinsipielle spørsmål som bl.a. gjelder hvilken rolle Etikkrådet skal ha i forhold til selskaper hvor Norges Bank er i gang med en eierskapsprosess. Videre kan en spørre om Etikkrådet bør ha mulighet til å anbefale dialog med et selskap i regi av Norges Bank. Dette vil komme i

tillegg til eventuell dialog som Etikkrådet selv vil kunne ha mulighet til å gjennomføre jf. omtale under avsnitt 4.3.4 ovenfor.

4.3.6 Vurderinger knyttet til porteføljesammensetning

4.3.6.1 Positiv utvelgelse

Innledning

Positiv utvelgelse betyr at en investor positivt velger investeringsobjekter som oppfyller investorens nærmere krav til for eksempel miljø eller sosiale hensyn i forretningsdriften. Positiv utvelgelse kan anta mange forskjellige former og anvendes på ulike måter. For eksempel kan en portefølje helt ut bestå av investeringer som er valgt ut fra slike kriterier. Andre investorer anvender positiv utvelgelse for deler av porteføljen. For en indeksforvaltet portefølje vil positiv utvelgelse som virkemiddel i utgangspunktet ikke passe inn. Imidlertid vil forvalteren kunne ha et visst spillerom til å overvekte eller undervekte selskaper i forhold til det indeksen tilsier, dersom det foreligger et aktivt risikomandat som innenfor gitte rammer tillater avvik fra indeksen.

Også når det gjelder hvilke kriterier som ligger til grunn for en positiv utvelgelse finnes det store variasjoner.

I tilfelle en vil legge om investeringsstrategien i retning av positiv utvelgelse, vil en også måtte ta stilling til på hvilke områder og i hvilket omfang en vil foreta denne utvelgelsen.

Høringsnotatet

I høringsnotatet drøftes spørsmålet om Pensjonsfondet bør investere ut fra andre kriterier enn de som følger av finansielle hensyn ved positiv utvelgelse eller ved pionerinvesteringer.

Positiv utvelgelse henspiller normalt på at en investor søker etter investeringsobjekter ut fra andre kriterier enn finansielle hensyn. Det kan for eksempel skje gjennom å velge ut en bestemt andel av de mest etiske selskapene innen en bransje, eller ved å overvekte investeringer i bransjer som samsvarer med investorens verdier. Positiv utvelgelse av selskaper som ledd i investeringsbeslutningen ble ikke anbefalt som et virkemiddel for fondet da Graverutvalget la fram forslag til dagens etiske retningslinjer. Utvalget anså at aktivt eierskap var et bedre virkemiddel enn positiv utvelgelse for å oppnå positive endringer på ulike områder.

Finansdepartementet innhentet en oppdatering av en tidligere vurdering knyttet til de økonomiske konsekvensene av positiv utvelgelse. Analysen er gjennomført av professorene Thore Johnsen og Ole Gjølborg. Analysen fulgte som vedlegg til høringsnotatet.

Analysen viser til at positiv selektering gir rom for betydelige innslag av skjønn og vilkårlighet. En strategi med elementer av positiv selektering vil eksempelvis være investeringer i såkalt «best-in-class» selskaper eller industrier. En annen strategi, omtalt som «pioneer screening», går ut på å investere i selskaper innen miljøteknologi, fornybar energi og lignende. Forfatterne av analysen peker på at ulike former for positiv selektering lett vil innebære at investeringsuniverset reduseres betydelig. Dette vil øke fondets risiko.

I oppsummeringen av analysen heter det bl.a. at:

«[...]SRI-fond [Socially Responsible Investment –fond] og indekser gjennom høykonjunkturen etter 2003 har hatt en klart dårligere risikjustert avkastning enn konvensjonelle fond. Tallene viser at dette særlig er knyttet til risikoen, som for flere av SRI-fondene og –indeksene har vært vesentlig høyere enn hva tilfellet har vært for konvensjonelle fond og indekser. Dette skyldes igjen at filtreringen, og da særlig den mer aktive og omfattende positive filtreringen, reduserer utvalget på en slik måte at man sitter igjen med et tungt innslag av store selskaper. Filtreringen innebærer altså at man får en skjevhet i sammensetningen og dermed en høyere usystematisk risiko».

Forfatterne anbefalte på denne bakgrunn at man i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland holder fast ved strategien om negativ seleksjon i kombinasjon med utøvelse av eierrettigheter.

Høringsnotatet konkluderte med at de eksisterende virkemidler – eierskapsutøvelse og utelukkelse av selskaper – var godt tilpasset fondets størrelse og investeringsstrategi. Høringsnotatet reiste likevel et spørsmål om det kan reises argumenter for bruk av et slikt virkemiddel i fondets kontekst, som kan oppveie motargumentene.

Departementet varslet i høringsnotatet at det vil se nærmere på mulighetene til å skille ut en liten del av fondet til øremerkede investeringsformål innenfor for eksempel miljøteknologi eller i utviklingsland. I den sammenheng kunne det også være naturlig å se nærmere på hva andre internasjonale institusjonelle forvaltere har gjort på dette området.

Departementet understreket, i tråd med den overordnede strategien for fondet, at det ville stil-

les krav om finansiell avkastning også på slike investeringer. Bruk av statlige midler som ikke har finansiell avkastning som formål, må på vanlig måte bevilges over statsbudsjettet.

Departementet ønsket høringsinstansenes syn på om det var riktig å gå i retning av å sette av penger som forvaltes i henhold til et særlig mandat og eventuelt til hvilke formål.

Innspill i høringsrunden om positiv utvelgelse generelt

Carlos Joly har i sin høringsuttalelse gitt en faglig kritikk av rapporten til Johnsen og Gjølberg.

Det er etter Jolys vurdering ikke meningsfullt å vurdere SRI-fond som en egen type fond. Det gir mening å vurdere hvorvidt teknologifond gir meravkastning, men SRI-fond har for lite til felles til at en meningsfullt kan måle avkastning fra klassen som sådan. Kompetansen til den enkelte forvalteren er avgjørende, slik det er også for andre strategier innenfor aktiv forvaltning. Vurderingen fra Johnsen og Gjølberg om at et større omfang av positiv screening ville medføre at Pensjonsfondet måtte konsentrere seg om større selskaper og færre markeder følger ifølge Joly ikke av fakta. Selv om en halverte antallet selskaper en hadde eierandeler i, ville det fortsatt være langt igjen til eierandelsbegrensningen på 10 pst. Kriteriene for positiv screening kan varieres på mange måter og trenger ikke medføre overvekt av store selskaper.

Joly kritiserer videre det snevre risikobegrepet som sies å ligge til grunn i analysen til Johnsen og Gjølberg. Det blir for snevert bare å vurdere avkastningen for SRI-fond i fortiden sammenliknet med markedsindekser. Hvis vi hadde vurdert risikoen til amerikanske obligasjoner før finanskrisen, ville risikoen blitt vurdert til å være lav. Men den faktiske risikoen var høy. Tilsvarende mener Joly at vi står overfor en systemrisiko knyttet til miljøet som er utilstrekkelig reflektert i markedene for aksjer og obligasjoner. Den indeksovervaltningsmodellen som fondet har, holder i følge Joly fondet fast i feilprisede verdier.

“Just as the market made a gigantic mistake in mispricing mortgage backed securities it is likely the market, or large parts of it, are making a gigantic mistake failing to recognize unsustainable companies and pricing them accordingly, with a deep discount. In protecting its capital, the GPF-G would not want to find itself saddled with a large chunk of assets that the market will one day realize are overvalued

from a sustainability point of view. Conversely, in seeking good returns, it will want to recognize which of today's mid caps will become tomorrow's large caps.”

HSH støtter i hovedsak analysen til Johnsen og Gjølberg knyttet til problemer med positiv utvelgelse. Men *HSH* trekker fram at det er rimelig å anta en sterkere sammenheng mellom hensynet til langsiktig avkastning og de etiske dimensjonene nedfelt i retningslinjene (Global Compact og OECDs retningslinjer) enn man tradisjonelt har vært vant til å tenke.

Niklas Kreander ved Høgskolen i Telemark konkluderer i sin høringsuttalelse med at det er behov for ytterligere studier i bruken av positive investeringskriterier. Det vises til at flere fond som har operert med slike kriterier hevder å ha oppnådd god avkastning og at de faglige argumentene som er reist mot bruk av positive kriterier har metodiske svakheter og er dermed ikke et tilstrekkelig beslutningsunderlag. I et eget vedlegg har førsteamanuensis Niklas Kreander og professor Ken McPhail kritiske merknader til analysen til Johnsen og Gjølberg. Blant annet trekkes det fram at Johnsen og Gjølberg ser ut til å implisere at enten fortsetter Statens pensjonsfond – Utland som nå, eller så går det over til positiv utvelgelse. Et nærliggende alternativ er å bruke positiv utvelgelse på en mindre del av fondet (1-10 pst.)

Norfund viser til statens samfunnsansvar som finansiell investor bør vurderes ut fra statens samlede finansielle portefølje, ikke bare Statens pensjonsfond – Utland. Denne porteføljen består også av SPN, Norfund og Argentum. De tre sistnevnte driver allerede med positiv utvelgelse. Staten bør være villig til også å bygge inn ikke-finansielle hensyn i sin samlede portefølje, men ikke nødvendigvis i hvert eneste av statens investeringsfond. *Norfund* uttaler:

«Johnsen/Gjølbergs studie har relevans for store, veldiversifiserte fond av SPUs type, men besvarer ikke spørsmålet om staten i sin totalportefølje bør ha fond med helt andre mandat, slik man har i dag i form av for eksempel SPN. I den grad man finner det ønskelig med positiv utvelgelse blir dette en diskusjon om det er ønskelig å investere i fond eller instrumenter med mer spesifiserte mandat enn SPU. Dette er også Johnsen/Gjølbergs anbefaling: «I den grad staten av andre årsaker ønsker å foreta slike investeringer, bør dette skje i separate fond eller institusjoner utenfor Statens pensjonsfond – Utland og Norges Bank». Etter *Norfund*'s vurdering er altså ikke spørsmålet for SP

om man skal benytte positiv utvelgelse, for det gjør SPN allerede.»

Norges Bank advarer mot en endring av fondets strategi:

«En omlegging i retning av positiv utvelgelse av selskap basert på andre kriterier enn forventet avkastning, vil representere et brudd på fondets investeringsstrategi, redusere spredningen av fondets risiko og øke den selskaps-spesifikke risikoen. Avhengig av hvilke kriterier som anvendes, vil positiv utvelgelse også kunne øke eksponeringen mot systematiske risikofaktorer. Det er ikke grunnlag for å hevde at et positivt seleksjonskriterium kan knyttes til høyere forventet avkastning. *Norges Bank* vil fraråde en utvikling av fondets strategi i retning av positiv utvelgelse av investeringer basert på normative vurderinger, siden dette vil være i strid med fondets langsiktige finansielle målsetting.»

Norges Bank viser til analysene fra Johnsen og Gjørberg som viser en uheldig utvikling for mange SRI-fond i perioden 2002-2007.

Norges Bank mener at øremerking av investeringsmidler for å oppnå andre målsetninger i tillegg til langsiktig avkastning bør skje gjennom bevilgningsvedtak i de årlige budsjettene. Slike midler bør eventuelt forvaltes av egne forvaltere og ikke gjennom Statens pensjonsfond.

Redd Barna mener at den nåværende modellen basert på finansielle kriterier for plassering av investeringer er alt for defensiv for en statlig investor som skal hente legitimitet i befolkningen:

«Overfloden bør i større grad investeres i gode formål for kommende generasjoner. For et fond med 100-årsperspektiv må ressursknapphet og klimaendringer være relevante kriterier å vurdere selskaper ut ifra.»

SAM (Sustainable Asset Management) er et investeringsselskap for bærekraftige investeringer og deltar i utarbeidelsen i Dow Jones Sustainability Indexes. *SAM* er uenig i vurderingen fra Johnsen og Gjørberg om at SRI-fond og indekser har levert risikojustert avkastning som er klart dårligere enn vanlige fond. Dow Jones Sustainability World Index har siden 1999 levert bedre resultat enn MSCI World. Videre hevdes det at *SAM Sustainable Global Fund* har vært bedre enn sin referanseindeks siden lanseringen i 2004.

Yrkesorganisasjonenes Sentralforbund (YS) viser til at Norges oljerikdom er forbundet med store klimagassutslipp. Derfor har Norge et større

moralsk ansvar for å gjennomføre klimareduserende tiltak. Det bør derfor opprettes et eget miljøfond som en del av Statens pensjonsfond – Utland. Selv om også dette fondet skal ha som formål å få best mulig avkastning, vil *YS* anbefale at miljøfondet får noe lavere krav til avkastning enn det som ellers legges til grunn for plasseringene.

WWF (World Wildlife Fund) har fått utarbeidet en rapport i samarbeid med Innovest. Innovest er et analyseselskap som bistår investorer i å utarbeide porteføljer som skal slå markedet ved å bruke data for faktorer som ikke inngår i tradisjonelle verdipapiranalyser. Innovest har utarbeidet spesiell kompetanse på følger av klimautviklingen. I høringsuttalelsen refereres det til denne rapporten. Rapporten hevder at Statens pensjonsfond – Utland ikke er ledende når det gjelder beste praksis i bærekraftige investeringer. Det er langt igjen til at fondet kan håndtere virkningene av global oppvarming i sin investeringsstrategi og porteføljeforvaltning. En rangering i rapporten viser at de offentlige pensjonsfondene ABP Nederland og CalPERS er ledende på feltet, mens Statens pensjonsfond – Utland henger betydelig bak. Hovedgrunnen til dette er at pensjonsfondet ikke bruker positiv screening og målrettede miljømessige investeringer. Ifølge *WWF* synes det begrenset, usystematisk og uutviklet hvordan fondet integrerer hensyn til klimaendringer i sine investeringsstrategier og beslutninger. Bærekraftige investeringer kan ikke lenger ses på som en etisk øvelse som reduserer profitt. I en verden med stadig større ressursknapphet er bærekraftige forretningsmodeller en viktig indikator for langsiktig lønnsomhet og risikoreduksjon. Rapporten viser til en litteraturgjennomgang foretatt av Innovest av studier der et klart flertall viser en positiv sammenheng mellom å ta hensyn til ESG-hensyn og finansiell avkastning.

Innspill i høringsrunden om satsingsområder for positiv utvelgelse

Bellona tilrår at Statens pensjonsfond – Utland går inn i tre nye aktivaklasser; oppstartsfond for venturekapital (som clean tech), private equity i mellomstore selskaper og infrastrukturprosjekter (som vindmøller). I tillegg tilrår *Bellona* at det opprettes et eget selskap (atskilt fra Statens pensjonsfond – Utland) som skal utvikle ren energi.

Carlos Joly mener at fondet bør prioritere å gå inn i «private equity» (unoterte selskaper) med vekt på å integrere ESG-hensyn og bærekraftig utvikling i utvalg og styring av selskaper.

Framtiden i våre hender (FIVH) foreslår at klimaprofilen i pensjonsfondet styrkes. Det bør opprettes et klimafond på 20 mrd. kroner som spesialiserer seg på investeringer i fornybar energi og grønn teknologi. Videre foreslår FIVH å øke fondets plasseringer i fattige land. Særlig trekkes det fram mulighetene for satsing på solenergi i land i sør.

Greenpeace mener at Finansdepartementet bør sette av en stor og voksende andel av fondet til øremerkede investeringer i fornybar energi og energieffektivisering.

Kirkens Nødhjelp argumenterer for at 1 pst. av verdiene i Statens pensjonsfond – Utland blir lagt inn i et fond for investeringer i lavinntektsland, særlig Afrika. I tillegg støttes konklusjonen i rapporten fra Utviklingsutvalget om en positiv utvalgelse knyttet til fornybar energi og relevant klimateknologi. Minst 10 pst. av fondets verdi bør investeres i denne sektoren i løpet av en femårsperiode.

Kristian Alm argumenterer for at solidariteten med framtidens nordmenn ved bruk av handlingsregelen bør utvides også til solidaritet med fattige utenfor Norges grenser. Rent konkret argumenteres det for at Statens pensjonsfond bør gå inn i mikrokreditt med ikke ubetydelige beløp

Norfund foreslår å utvide investeringsmandatet til Statens pensjonsfond – Utland til å inkludere en egen avsetning til private equity både i utviklingsland og i utviklede økonomier. Norfund mener det kan være riktig å bygge på de eksisterende miljøene for «private equity» i Norge i dag: Argentum og Norfund. Det bør også vurderes et eget investeringsfond for fornybar energi.

Norges Bank viser i sin høringsuttalelse til at den har anbefalt Finansdepartementet å inkludere infrastrukturinvesteringer i fondets investeringsunivers fordi en slik utvidelse vil kunne bedre risikospredningen og øke avkastningsmulighetene av fondet, dersom den operative forvaltningen gjennomføres med tilstrekkelig kvalitet.

SIGLA tilrår at hoveddelen av forvaltningen i Statens pensjonsfond – Utland fortsetter som nå men at det settes av mindre deler til investeringer med en høyere risiko og et sterkere utviklingsfokus. Det bør legges opp til systematisk læring fra disse mindre investeringene.

WWF tilrår blant annet at Statens pensjonsfond – Utland går inn for positiv utvalgelse av investeringer gjennom en best-i-klassen strategi som vurderer klimaeksponering. Videre bør det avsettes midler til investeringer i miljøteknologi. *WWF* tilrår at fondet bør fremme og tilrettelegge koordinering blant statlige investeringsfond (SWF) og offentlige

pensjonsfond for å fremme strategiske investeringer i finansmarkedene knyttet til ESG.

Departementets vurderinger

Med bakgrunn i innspillene fra høringen vil departementet foreslå at det legges opp til å etablere et program for miljørelaterte investeringsmuligheter.

Delmarkeder innen infrastruktur, unoterte aksjer, miljøobligasjoner og muligheten til å investere deler av den noterte aksjeporteføljen basert på en miljøindeks, framstår som mest aktuelle. Investeringene skal rettes mot miljøvennlige eiendeler eller miljø, vannteknologi og håndtering av avfall og forurensning.

En vil samtidig arbeide videre med å vurdere om det på en hensiktsmessig måte også kan etableres et investeringsprogram rettet mot investeringsmuligheter innenfor bærekraftig vekst i framvoksende markeder. En vil da blant annet vurdere investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur i framvoksende markeder.

Det vil normalt være kapasitetsbegrensninger for investeringer i unoterte markeder og spesielt for investeringer i delmarkeder som miljøvennlig teknologi og energi. Med bakgrunn i markedenes størrelse, som også begrenses av tilgangen til dyktige forvaltere og fond, legger departementet i første omgang til grunn at det samlede beløpet for miljøprogrammet og et eventuelt investeringsprogram rettet mot bærekraftig vekst i framvoksende markeder kan bli på om lag 20 mrd. kroner investert over en fem-års periode. Det er imidlertid usikkerhet knyttet til de unoterte markedenes kapasitet. Dette vil være betydelige investeringer både sett i forhold til markedenes størrelse og investeringer i andre sammenliknbare fond internasjonalt. Departementet vil komme tilbake til saken i Nasjonalbudsjettet 2010. Det vises til nærmere omtale i avsnitt 2.5.

4.3.6.2 Porteføljegjennomgang

Innledning

Med porteføljegjennomgang menes i denne sammenheng en vurdering av hvilken risiko som finnes i porteføljen knyttet til klimautfordringene. Eierandelene kan blant annet være feilpriset fordi disse ikke fullt ut tar høyde for framtidig høyere prissetting av karbonutslipp. I lys av en slik vurdering kan en vurdere om sammensetningen og

vektingen av investeringene bør endres i lys av denne risikoen.

Innspill i høringsrunden

Bellona foreslår i sin høringsuttalelse en omfattende miljøstrategi. *Bellona* tror at selskaper som i betydelig grad bidrar til global oppvarming kan representere en økt langsiktig investeringsrisiko som kan true fondets mål om sunn langsiktig avkastning.

Gitt de potensielle effektene av global oppvarming, kan det være finansielt klokt for fondet å handle ut fra disse hensynene. *Bellona* mener at fondet bør være i forkant av utviklingen som uvegerlig vil komme. Hvis vi lykkes i vår kamp mot global oppvarming, vil ingen karbonintensive selskaper eksistere i 2050. Fondet bør utvikle en miljøstrategi som inkluderer eierskapsarbeid, negativ screening og etter hvert også positiv screening.

Bellonas visjon for fondet er:

«By 2020 the Fund's portfolio will be comprised solely of investments in companies that will have sustainable business models following the transformation to a carbon-neutral and resource-efficient society.»

Et viktig element i *Bellonas* miljøstrategi er å initiere en gjennomgang av hele fondets portefølje for å avklare den potensielle betydningen av klimautviklingen på porteføljen. En bør starte med sektorene olje, gass og kull, luft og sjøtransport, landtransport, jern og stål, aluminium, sement og tremasse og papir. Dernest bør porteføljen tilpasses. *Bellona* argumenterer ikke for en dramatisk endring av investeringsstrategi eller for å gå på akkord med det langsiktige avkastningsmålet. Men bruk av en miljøscreening som en del av investeringsmetoden bør bidra til bedre avkastning på sikt. Basert på en vurdering av hvordan selskaper kan trives i en framtidig lavkarbonverden, bør selskaper som virkelig presterer dårlig ekskluderes fra porteføljen. Også obligasjoner bør vurderes. Statens pensjonsfond – Utland bør vurdere å ekskludere statsobligasjoner fra land som ikke ratifiserer en post 2012 global klimaavtale. I tillegg til å ekskludere de verste selskapene, bør Statens pensjonsfond – Utland også over tid øke investeringene i selskaper som scorer godt ut fra miljøkriterier. *Bellona* ser at det å inkorporere en miljøstrategi i porteføljestrategien vil kreve tilpasninger i det tradisjonelle indeksopplegget for en referanseportefølje, men går ikke nærmere inn på dette.

Carlos Joly anbefaler at Finansdepartementet vurderer risikoen knyttet til og implikasjonene av ikke å aktivt integrere økonomiske konsekvenser av klimaendringer i Fondets referanseindekser. Departementet bør sette i gang en prosess for å endre referanseindeksen for å ivareta risiko knyttet til klima.

Selv med investeringer i ulike alternative investeringsopplegg vil i følge *Framtiden i våre hender* (FIVH) avkastningen til Statens pensjonsfond – Utland fortsatt være avhengig av at de store oljeselskapene (som topper fondets investeringsliste) fortsatt får utvinne de fossile reservene som de har rettigheter til. FIVH mener at om og eventuelt hvordan dette står i motsetning til kravet om å skape en langsiktig bærekraftig utvikling bør vurderes i en egen utredning.

Greenpeace mener at Norges Bank bør identifisere porteføljens utsatthet for karbonforpliktelser og den bør ha en optimal sammensetning i forhold til karbonforpliktelser og belønning av karboneffektivitet. I et eget vedlegg til uttalelsen utarbeidet av analyseselskapet Trucost beskrives metoder for slik karbonoptimalisering.

SUM (Senter for utvikling og miljø) ved Universitetet i Oslo argumenterer for, både av hensyn til etiske og finansielle forpliktelser, å gjøre mer for redusere fondets karbon-intensitet og styrke den positive klimaeffekten av investeringsporteføljen. En karbonintensiv portefølje kan på grunn av en systemmessig miljørisiko som ikke er tilstrekkelig tatt hensyn til i aksje og obligasjonsmarkedene, utgjøre en alvorlig finansiell risiko for Statens pensjonsfond – Utland i framtiden. En analyse av en slik finansiell risiko bør gjennomføres rutinemessig av en «universell eier» som SPU. Analysen bør blant annet inneholde en analyse av ulike politiske og økonomiske scenarier som for eksempel en post-Kyoto avtale som innfører obligatoriske utslippskutt for utviklingsland og USA. På bakgrunn av analysen bør Statens pensjonsfond – Utland undersøke mulighetene for å investere mer i selskaper som utvikler og viderefører lav-karbon teknologi. *SUM* viser i denne sammenheng også til hvordan andre store fond (CalPERS, ABP og PGGM) har programmer for støtte til miljøvennlig energiproduksjon og klimafond.

Departementets vurderinger:

En porteføljegjennomgang i lys av klimautfordringene kan være et viktig element i utviklingen av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland. Spørsmålet er derfor nærmere vurdert i

avsnitt 2.5 ovenfor. Det konkluderes med at departementet ser behov for å vurdere nærmere konsekvensene for verdens finansmarkeder av klimautfordringene. Stern-rapporten var et viktig bidrag til forståelsen av klimaendringers betydning for den samlede økonomiske utvikling i verden, og et arbeid av lignende omfang kan belyse betydningen for finansielle markeder mer spesielt. Finansdepartementet tar på denne bakgrunn sikte på å initiere en utredning som vurderer hvordan klimautfordringene kan påvirke de finansielle markedene og hvordan investorer bør handle ut fra dette. Dette bør være et internasjonalt prosjekt, og kan eventuelt gjennomføres sammen med andre investorer. Departementet vil komme tilbake med en nærmere vurdering av et opplegg for dette i Nasjonalbudsjettet. Det vises for øvrig til en vurdering i avsnitt 2.5.5 om risiko knyttet til aksjeinvesteringer i oljeselskaper mv.

4.4 Andre temaer

4.4.1 Særlig om statsobligasjoner

Samtidig med at listen over godkjente markeder og valutaer ble tatt ut av forskriften for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, ble det i 2007 innført en ny bestemmelse i § 3 annet ledd med følgende innhold: «Fondet kan ikke plasseres i rentebærende instrumenter utstedt av følgende stater: Burma.» Bakgrunnen for dette er nærmere drøftet i St.meld. nr. 24 (2006-2007). I høringsnotatet er denne endringen omtalt i punkt 2.2.1.

Innspill fra høringsinstanser

Det er kommet inn flere uttalelser som ønsker å utvide omfanget av forbudet mot å investere i lands statsobligasjoner.

Amnesty International Norge viser til at i

«[...]en tid der mottoet i stadig større grad synes å være «jeg hører hva du sier, men vis meg pengene dine så skal jeg vurdere om du er verd å lytte til», vil det være uansvarlig ikke å ta konsekvensene av den reelle effekten og signaleffekten både etisk og politisk av å investere i statsobligasjoner i land der det foregår grove og systematiske menneskerettighetsbrudd, og /eller i land som deltar i krig eller selv har en borgerkrigsliknende situasjon.

Pengene SPU investerer i statsobligasjoner vil kunne anvendes til å lønne selve utøverne av menneskerettighetsbruddene, som politiet,

sikkerhetsstyrkene og hæren i et undertrykkende regime.[...]

Amnesty anbefaler at det bør være et overordnet prinsipp i forvaltningen av SPU at Norge ikke skal tjene penger på menneskerettighetsbrudd, og at dette må være gjeldende både med hensyn til statlige og ikke-statlige aktører. De samme etiske retningslinjene som ligger til grunn for forvaltningen av verdiene som går til kjøp av aksjer må gjelde for forvaltningen av verdiene som går til kjøp av statsobligasjoner.»

Changemaker knytter spørsmålet om statsobligasjoner til spørsmålet om sletting av utenlandsgjeld. Hvis Norge skal føre en ansvarlig utlånspolitikk, er det langt flere land enn Burma der det vil være problematisk å kjøpe statsobligasjoner. *Slett U-landsgjelda (SLUG)* er opptatt av at pensjonsfondet kan forårsake illegitim gjeld. En gjeld er i følge SLUG illegitim bl.a. hvis lånet er tatt opp av undertrykkende regimer, tatt opp til illegitime formål eller gitt til mislykkede prosjekter som har forårsaket miljømessig eller sosial skade som burde vært forutsatt av kreditor. SLUG oppfordrer departementet til å legge Eurodads Charter for Responsible Financing til grunn ved videreutviklingen av etiske retningslinjer for kjøp av statsobligasjoner. *Norsk Tamilsk Forum* mener det er et paradoks at Norge investerer i statsobligasjoner i Sri Lanka, gitt den behandling som norske fredsmeglere og våpenhvileobservatører i følge organisasjonen har vært utsatt for.

Departementets vurderinger

Spørsmålet om uttrekk av obligasjonsinvesteringer ble drøftet av Graver-utvalget. Utvalget trekker fram at når hensikten er å unngå medvirkning til produksjon av et bestemt produkt eller uakseptabel atferd er det vanskelig å se noe prinsipielt etisk skille mellom aksjeinvesteringer og obligasjonsinvesteringer. Derfor utelukkes også selskapsobligasjoner fra fondet i de tilfeller der aksjer i samme selskap utelukkes.

Graver-utvalget presiserte at investering i obligasjoner utstedt av nasjonalstater og internasjonale organisasjoner må behandles separat. Utvalget trakk fram at Norge har økonomisk og diplomatisk samkvem med de fleste land i verden (s. 36):

«Med unntak av de land som er omfattet av internasjonale sanksjonsregimer, opprettholdes denne kontakten selv om man fra norsk side er uenig i den politikken et land fører for eksempel når det gjelder menneskerettigheter. Ordinære utenrikspolitiske kanaler er langt viktigere

re for å påvirke andre lands myndigheter til å endre sin politikk i ønsket retning enn et uttrekk fra Petroleumsfondets investeringsmuligheter.»

Samhandling og kontakt kan gi større mulighet for påvirkning enn isolasjon. Utvalget argumenterer også med at det kan være vanskelig å oppnå allmennlig enighet i Norge om å ta avstand fra et land generelt, og at det også taler mot forbud mot å investere i statsobligasjoner i et land.

I tilfeller der FNs sikkerhetsråd vedtar sanksjoner mot en stat i form av bindende handelsrestriksjoner eller lignende, vil sanksjonene kunne oppstille forbud mot investeringer i det aktuelle landet. I den grad slike land har utstedt obligasjoner, vil konsekvensen være at disse trekkes ut av investeringsuniverset. Det kan tenkes at det i enkelte tilfeller ikke oppnås enighet om sanksjoner i FN. Departementet har imidlertid også åpnet opp for å utelukke investeringer i statsobligasjoner dersom det finnes andre omfattende internasjonale tiltak mot landet, som Norge har sluttet opp om. Det skal etter departementets syn være en svært høy terskel for å utelukke et lands statsobligasjoner fra Statens pensjonsfond. I likhet med Graverutvalget mener departementet at ordinære utenrikspolitiske kanaler er et langt viktigere virkemiddel for å påvirke andre lands myndigheter i ønsket retning. For å unngå at det skapes usikkerhet om formålet med investeringene i fondet, må slike beslutninger reflektere bred politisk enighet. Beslutning om ikke å investere i enkelte lands statsobligasjoner bør derfor først og fremst gjelde land som FNs Sikkerhetsråd har vedtatt sanksjoner overfor, eller land som er omfattet av andre internasjonale tiltak som Norge har sluttet opp om. Det er på denne bakgrunn besluttet at Statens pensjonsfond – Utland ikke kan investeres i statsobligasjoner utstedt av Burma.

Regjeringen legger til grunn at det vil innebære en dramatisk boikott av et land å gå til det skritt å utelukke dette landets statsobligasjoner fra investeringsuniverset. Regjeringen vil bare gå til et slikt skritt hvis det følger av internasjonale sanksjoner. Det har ikke vært norsk politikk å innføre unilaterale tiltak mot land som er i krig, borgerkrig mv. Dette ville også kunne oppfattes som en sterk politisering av fondet og gi det mer karakter av et utenrikspolitisk instrument. En annen side ved dette er at investeringer i statsobligasjoner neppe på generell basis kan anses som en direkte finansiering av krig/konflikt, men like gjerne kan gå til legitime formål staten

ivaretar som skole og helse mv. Det er uaktuelt, løstrevet fra en slik internasjonal forankring, å bruke trusselen om investeringsuttrekk som et generelt virkemiddel i norsk utenrikspolitikk.

Norge har en aktiv menneskerettighetsdialog med særlig utvalgte land. Det foregår nå en utstrakt dialog med Kina, Indonesia og Vietnam om menneskerettigheter. Politiske kontakter er et sentralt element i dialogene. Like viktig er det å legge til rette for nettverksbygging mellom embetsverk, rettsvesen, akademikere og frivillige organisasjoner. Nettverkene og kontakten mellom fagmiljøene gjør det mulig å utveksle informasjon, bekymring og kritikk gjennom kontakter basert på tillit. I en slik sammenheng er det etter Regjeringens vurdering uheldig og ikke hensiktsmessig å bruke investeringsmidler fra Statens pensjonsfond – Utland som et ris bak speilet og som et redskap for å tvinge fram endringer. Menneskerettighetsdialoger må være basert på likeverdighet og tro på dialogens overbevisningskraft.

Enkelte høringsinstanser har tatt til orde for å utvide omfanget av forbudet mot å investere i statsobligasjoner, eller legge andre kriterier til grunn. I lys av det som er sagt ovenfor mener departementet at en bør videreføre dagens tilnærming i de etiske retningslinjene når det gjelder fondets investering i statsobligasjoner. Departementet vil for øvrig vise til at gjeldsletting og ansvarlig långivning er et viktig område for Norge, hvor en de senere år har en iverksatt flere ulike tiltak. En beskrivelse er gitt i St.meld. nr. 13 (2008-2009) Klima, konflikt og kapital avsnitt 6.4. Blant annet slettet Norge i 2007, ensidig og uten betingelser, restgjelden fra den norske skipseksportkampanjen fra årene 1976 til 1980. Norge har også deltatt i samarbeid med Verdensbanken for å kjøpe tilbake kommersiell gjeld i enkelte land og på denne måten bidratt til å hindre at såkalte «gribbefond» kjøper opp gammel gjeld til redusert pris for å utnytte fattige land. Norge er den største giveren i FNs program for å bygge opp kompetanse på gjeldshåndtering. Videre har Norge vært involvert i utarbeidelsen av felles retningslinjer for bærekraftig långiving i OECD. En viktig utfordring er å komme fram til en omforent og operasjonaliserbar definisjon av hva som kan betegnes som illegitim gjeld. Som en oppfølging av regjeringens målsetting om at Norge skal arbeide for at FN må utrede kriterier for hva som kan karakteriseres som illegitim gjeld, har Norge finansiert studier om slik gjeld i regi av FN og Verdensbanken. Videre har en finansiert konferanser og møter, samt

tatt opp temaet i relevante fora som FNs Finansiering for utviklingsmøte i Doha i fjor, i Parisklubben og i Verdenbanken. Norge har nylig undertegnet en fireårsavtale med FN (UNCTAD) som har som målsetning å utarbeide kriterier for ansvarlig långivning og illegitim gjeld.

4.4.2 Lukkede jurisdiksjoner (såkalte skatteparadiser)

Lukkede jurisdiksjoner er særlig kjennetegnet av tre forhold: De har lav eller ingen skatt, de beskytter investorer mot utenlandske skattemyndigheter, og de mangler åpenhet omkring de foretakene som er registrert der. På grunn av hemmeligholdet slike stater tilbyr, tiltrekker lukkede jurisdiksjoner eller «bortgjemmingsland» seg både lovlige og ulovlige midler. Definisjonen av «skatteparadis» er ikke entydig og ulike miljøer og organisasjoner kan operere med ulike avgrensninger. Lukkede jurisdiksjoner anses som et stort samfunnsproblem fordi hemmeligholdet de tilbyr kan bidra til å skjule økonomisk kriminalitet som for eksempel korrupsjon, hvitvasking og skatteunndragelse. På grunn av disse uheldige konsekvensene, foregår det internasjonalt arbeid i mange ulike fora som retter seg mot å påvirke slike stater til å gi opp sin status som lukket jurisdiksjon.

I høringsnotatet ble det drøftet om de etiske retningslinjene burde omfatte Statens pensjonsfond – Utlands investeringer i lukkede jurisdiksjoner. Departementet la til grunn at bekjempelse av lukkede jurisdiksjoner må rettes inn mot disse landenes myndigheter. En uttalte videre at det likevel er spørsmål om selskapers åpenhet om inntektsstrømmer og skatteforhold kan fremmes på en mer systematisk måte i eierskapsarbeidet.

Innspill fra høringsinstansene

Flere høringsinstanser er opptatt av Statens pensjonsfond – Utlands forhold til såkalte skatteparadiser.

Attac viser til at kampen mot skatteparadiser er viktig, bl.a. på grunn av at de muliggjør skatteflukt i stor skala fra utviklingsland og samtidig utgjør et stort korrupsjonsproblem. *Attac* mener det er uetisk å operere gjennom skatteparadiser fordi det bidrar til å unndra skatter, skaper press på andre land om å senke skattene, bidrar til mindre åpenhet om selskapers virksomhet og til korrupsjon. *Attac* mener at det må lages regler mot å investere i selskaper som opererer gjennom skatte-

paradis. Også *Kirkerådet* tar til orde for at en bør unnlate å investere i selskaper som opererer i skatteparadiser.

Flere høringsinstanser peker på betydningen av økte krav til rapportering og informasjonstilgang for å bekjempe skadevirkningene som følger av skatteparadisenes praksis. *Amnesty*, *Publish What You Pay*, *Kirkens Nødhjelp*, *Changemaker* og *Redd Barna* anbefaler at en støtter opp under arbeidet med en ny regnskapsstandard som vil kreve at selskapene rapporterer på «land til land»-basis. *Kirkens Nødhjelp* og *Publish What You Pay* foreslår at en utarbeider et forventningsdokument om selskapers åpenhet.

Det Teologiske Menighetsfakultetet mener at arbeidet med skatteparadiser bør vies større plass i eierskapsarbeidet.

Departementets vurdering

Departementet viser til at arbeidet mot lukkede jurisdiksjoner er svært viktig og gir dette høy prioritet.

I St.meld. nr. 13 (2008-2009) Klima, konflikt og kapital, er ulovlig kapitalflyt og skatteparadis omtalt i punkt 6.2. Det heter bl.a.:

«Ethvert land står fritt til selv å velge skattenivå for de individer og bedrifter som velger å bosette seg eller registrere sin virksomhet der. Problemet oppstår når en stat ikke i tilstrekkelig grad har regler og krav som kan forebygge hvitvasking av kriminelle penger eller brudd på andre lands lovgivning. Ved å nekte åpenhet og innsyn eller bistå i å opprette fiktive selskaper som har til hensikt å skjule det reelle eierskap av verdier, gjør skatteparadisene det vanskelig for andre lands skatte- og politimyndigheter å etterforske denne formen for kriminalitet. Regjeringens politikk er i denne sammenheng å styrke internasjonale regler som hindrer at midler som er tappet ulovlig fra utviklingslandene skjules eller hvitvaskes i skatteparadis.

Det er mange meninger om hvilke land og områder som er skatteparadis. Internasjonale oversikter omfatter ulike typer av jurisdiksjoner, fra fullstendig lukkede til dem som er relativt åpne og samarbeidsvillige. Noen av de mest kjente skatteparadisene er hjemmehørende på små karibiske øyer. Samtidig avhenger deres virksomhet ofte av aktiviteter i store internasjonale finanssentre som New York, London, Singapore og Hongkong. Profesjonelle rådgivere som bistår selskaper i å omgå nasjonale regelverk opererer ofte fra nettopp slike steder.»

Regjeringen har satt i gang en rekke tiltak som tar sikte på å bekjempe skadevirkninger av lukkede juridiksjoner praksis. Norge har ledet en internasjonal arbeidsgruppe som fokuserer spesielt på utfordringer knyttet til ulovlig kapitalflyt fra utviklingsland. Arbeidsgruppens anbefalinger ble lagt fram i Doha-konferansen om Finansiering for utvikling, arrangert av FN. For å følge opp dette arbeidet har Norge besluttet å støtte opprettelsen av en Task Force on Financial Integrity and Economic Development som ble lansert i januar 2009.

Regjeringen har nedsatt et eget ekspertutvalg som skal se på ulovlig kapitalflukt fra U-land og herunder vurdere Norges forhold til plasseringer av midler i skatteparadis. Innstilling fra dette arbeidet skal avgis innen 1. juni 2009. Utvalget vil fremme forslag om hvordan kapitalstrømmer til og fra utviklingsland via skatteparadis kan synliggjøres, og også begrenses når det dreier seg om ulovlig kapitalflyt eller hvitvasking av penger.

Det vises videre til redegjørelsen i St.meld. nr. 13 (2008-2009) Klima, konflikt og kapital om at internasjonale regelverk rettet mot korrupsjon stadig blir forbedret. Nye tiltak inkluderer konvensjoner under OECD og Europarådet. En FN-konvensjon mot korrupsjon trådte i kraft i 2005. Hele 126 land har allerede sluttet seg til konvensjonen. Dette er det første globale regelverk mot korrupsjon. Et globalt instrument på anti-korrupsjonsområdet innebærer en mulighet for ytterligere norsk engasjement mot korrupsjon. FN-konvensjonen representerer en felles plattform og global standard som gjelder likt for alle. Norge er en pådriver for å få etablert en gjennomføringsmekanisme slik at konvensjonen kan iverksettes i praksis.

Problemstillinger knyttet til lukkede juridiksjoner er også omtalt i St.meld. nr. 10 (2008-2009) Næringslivets samfunnsansvar i en global økonomi punkt 7.4.1.

I tillegg til de ovenfor nevnte tiltakene, er Norge gjennom Justisdepartementet og Finansdepartementet representert og aktive i internasjonale samarbeidsorgan som arbeider mot hvitvasking, og for gjensidig åpenhet og etterlevelse av internasjonale konvensjoner og regelverk – som for eksempel Financial Action Task Force (FATF), OECD og Interpol.

På skatteområdet følger Norge OECDs spor i arbeidet overfor lukkede juridiksjoner. Dette arbeidet går ut på å forhandle fram avtaler med disse juridiksjonene som forplikter dem til å utveksle opplysninger som setter medlemslandene i stand til å fastsette riktig skattegrunnlag for sine

skattytere, slik at skatteunndragelser hindres. En lang rekke juridiksjoner har nå sagt seg villig til å samarbeide, og mange av disse har inngått eller er i ferd med å inngå avtaler om utveksling av opplysninger i skattesaker. Ikke-samarbeidsvillige juridiksjoner har blitt satt på OECDs offisielle svarliste over «Harmful Tax practices»-land. De siste tre landene på denne listen (Liechtenstein, Monaco og Andorra), har nylig uttalt at de nå vil utveksle opplysninger i skattesaker.

Som oppfølging av OECDs arbeid deltar Norge i nordisk skatteparadisprosjekt i regi av Nordisk ministerråd. Formålet med prosjektet er å forhandle fram avtaler med aktuelle lukkede juridiksjoner om informasjonsutveksling, slik at våre skattemyndigheter kan få innsyn i hjemlige borgeres investeringer (bankinnskudd, eierposisjoner m.v.) i og transaksjoner gjennom det enkelte land. Dette gjelder juridiksjoner som har erklært overfor OECD at de er villige til å samarbeide med OECDs medlemsland om slike innsynsmuligheter. Man har kommet i mål med flere avtaler, bl.a. Jersey, Guernsey, Isle of Man, Cayman Islands og Bermuda, og har kommet langt i nye forhandlinger.

Enkelte høringsinstanser har tatt til orde for at Statens pensjonsfond – Utland ikke bør investere i selskaper som opererer gjennom såkalte skatteparadiser.

Når det gjelder eiendomsinvesteringer, er det lagt begrensninger på hvor unoterte eiendomsselskaper og -fond kan være etablert. Disse kan bare være etablert i land som enten er OECD-land, eller som Norge har skatteavtaler eller andre avtaler med som gir tilstrekkelig innsyn, eller som Norges har inngått en særskilt avtale (Tax Information Exchange Agreement) med, og som heller ikke står på OECDs svarteliste. Grunnen til at unoterte eiendomsinvesteringer behandles særskilt, er spesielle forhold knyttet til denne typen investeringer. Det at de er unoterte, gjør at markedsplassen ikke kan brukes som avgrensningskriterium. Etableringsstedet er derfor valgt som avgrensningskriterium. Etableringsstedet for eiendomsselskaper og -fond vil kunne være andre steder enn der eiendommene befinner seg, og skatteregimet kan dermed få stor betydning for etableringsstedet. Akkurat for denne typen investeringer har en derfor funnet det riktig å legge restriksjoner på hvor det aktuelle fondet eller selskapet kan etableres. Det vises til omtale i St.meld. nr. 16 (2007–2008) avsnitt 3.5.4.

Spørsmålet blir så om Statens pensjonsfond – Utland kan, eller bør, ha en rolle når det gjelder

bekjempelse av lukkede jurisdiksjoner også gjennom sine aksjeinvesteringer.

Departementet viser til at uttrekk basert på virksomhet i, etablering i eller annet forhold til lukket jurisdiksjon vil være lite gjennomførbart, fordi det vil være svært vanskelig å avgrense og praktisere. Som det fremgår ovenfor varierer for det første synet på hvilke land som faller inn under en slik betegnelse. Avhengig av hvilket syn en legger til grunn, må det antas at en stor andel av selskapene som inngår i de indeksene som fondet investeres i henhold til, har en eller annen form for forbindelse til lukkede jurisdiksjoner. Dette er ikke i seg selv ulovlig. I hvor stor grad tilknytningen er legitim vil være en nærmest umulig oppgave å vurdere.

Det vises videre til det som er sagt ovenfor om Graver-utvalgets syn om at det vil kunne framstå som uetisk i forhold til framtidige generasjoner av nordmenn hvis man påfører fondet kostnader bare for å gjennomføre mer symbolske etisk begrunnede tiltak for å støtte opp under en politikk som bedre fremmes gjennom andre midler. Norge arbeider allerede aktivt på flere andre arenaer, for eksempel i OECD, FN og ved inngåelse av bilaterale avtaler, for å få innsyn i slike jurisdiksjoner.

Ett av problemene med såkalte skatteparadiser er relatert til unndragelse av skatt. Det er også et stort problem at hemmeligholdet disse statene tilbyr, kan legge til rette for å skjule annen økonomisk kriminalitet som korrupsjon og utbytte fra kriminelle handlinger. En kan spørre om det kan være mulig å identifisere de verste formene for tilknytning til skatteparadiser, for eksempel knyttet til et kriterium om at skatteparadiset benyttes til å skjule grov kriminalitet. Dette vil etter departementets mening ikke være hensiktsmessig. Etikkrådet har ingen mulighet til å drive etterforskning av mulig kriminalitet i selskapene. Dette er en oppgave som ligger til politi og påtalemyndighet. I den grad økonomisk kriminalitet blir avdekket, vil dette som regel være forhold som er avslørt og ligger tilbake i tid. I og med at utelukkelsesmekanismen er framoverskuende, vil det ofte ikke være noe grunnlag for uttrekk på et slikt grunnlag. Utelukkelse skal som kjent ikke være en sanksjon mot tidligere overtredelser. Dersom det foreligger økonomisk kriminalitet enten i form av korrupsjon, eller som er så alvorlig at det kan medføre brudd på kriteriet om andre særlige grove brudd på grunnleggende etiske normer, og det er en uakseptabel risiko for at dette vil fortsette framover i tid, vil imidlertid selskapet kunne ute-

lukkes på grunnlag av allerede eksisterende etiske retningslinjer.

Mange høringsinstanser har vist til arbeid med en ny regnskapsstandard for industri som driver utvinning av olje, gass og mineraler. Det er International Accounting Standards Board (IASB) som fastsetter de internasjonale regnskapsstandardene; International Financial Reporting Standards (IFRS). De internasjonale regnskapsstandardene er avgjørende for hvilke opplysninger som framkommer av regnskapene til børsnoterte selskaper. Flere har tatt til orde for at den nye regnskapsstandarden skal kreve at selskaper i utvinningsindustrien rapporterer om verdistrømmer som betales til myndigheter på *land - til - land-basis*. Som nevnt i kapittel 3 har Norges Bank deltatt i denne prosessen. I sitt brev av 15. september 2008 til IASB Extractive Activities Project uttrykker Norges Bank støtte til arbeidet med den nye standarden. I brevet understreker Norges Bank betydningen av globale, standardiserte rapporteringer om selskapers økonomiske mellomværender med myndigheter, brutt ned på enkeltland. Dette vil gi økte muligheter til å kunne analysere finansielle forhold. Samtidig kan økt rapportering ha en god effekt på styringsforholdene i mange ressursrike stater, og det kan redusere omfanget av korrupsjon. I tillegg til dette arbeidet støtter Norges Bank opp om Extractive Industries Transparency Initiative (EITI). EITI er et internasjonalt initiativ som tar sikte på å fremme åpenhet om inntektsstrømmer i utvinningsindustrien. Målet med EITI er at åpenhet omkring ressursinntekter skal bli en global norm, og at en større andel av verdens inntekter fra naturressursene skal fremme sosial og økonomisk utvikling. Det vises til nærmere omtale i St.meld. nr. 10 (2008-2009) Næringslivets samfunnsansvar i en global økonomi, s. 48 flg. Norges Bank har signert EITIs investerinitiativ. Departementet støtter Norges Banks arbeid på disse områdene.

Departementet viser til at økte krav til åpenhet og rapportering fra selskapenes side om inntektsstrømmer og skatteforhold kan motvirke effekten av hemmeligholdet som lukkede jurisdiksjoner tilbyr. Gjennom breddeinitiativer som de som er nevnt ovenfor, arbeider en mer målrettet med selve spillereglene og «infrastrukturen» i finansmarkedene, fremfor å gjøre det til et spørsmål om at fondet som investor skal vurdere om enkelt-selskaper i porteføljen har legitime grunner til aktivitet i skatteparadiser.

Departementet legger opp til å forsterke innsatsen mot lukkede jurisdiksjoner gjennom økt

innsats som eier i selskapene. Ovenfor er det nevnt at departementet tar sikte på å be Norges Bank om å utarbeide flere forventningsdokumenter innenfor sine hovedsatsingsområder. Selskapsstyring er et av disse områdene. Departementet vil be Norges Bank om å utarbeide et forventningsdokument som retter seg inn mot selskapers åpenhet og rapportering om sine beta-

lingsstrømmer. Tydeligere forventninger fra investorer som Statens pensjonsfond – Utland på dette området kan motvirke bruk av lukkede jurisdiksjoner til å skjule ulovlige handlinger som bl.a. korrupsjon, hvitvasking og skatteundragelse, og slik bidra til mer velfungerende og legitime markeder. Dette vil også være i samsvar med vår interesse som finansiell investor.

5 Analyse av avkastning og risiko i forvaltningen av Statens pensjonsfond

5.1 Innledning

I evalueringen av resultatene i forvaltningen av Statens pensjonsfond skiller det mellom den avkastning og risiko som følger av den generelle utviklingen i markedene hvor fondet er investert, og den avkastning og risiko som skyldes de investeringsvalg som forvalter har foretatt i den aktive forvaltningen. I Norges Banks og Folketrygdfondets forvaltning av henholdsvis Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge er den overordnede investeringsstrategien uttrykt i form av en referanseportefølje fastsatt av departementet. Norges Bank og Folketrygdfondet har anledning til å avvike fra den fastsatte referanseporteføljen innenfor en ramme for tillatt risikoavvik (forventet relativ volatilitet) for å skape meravkastning.

Målsettingen om at fondet er en finansiell investor gjelder både for Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Investeringsuniverset for utenlandsdelen av fondet er vesentlig videre enn for Statens pensjonsfond – Norge, som i hovedsak er plassert i det norske verdipapirmarkedet. At Folketrygdfondet som forvalter av fondets midler er en stor aktør i et relativt lite kapitalmarked, kan legge enkelte begrensninger på muligheten for store skift i porteføljens sammensetning over kort tid.

Statens pensjonsfond har en lang investeringshorisont og en godt forankret investeringsstrategi. Kortsiktige markedsfluktasjoner er således av mindre betydning. Dette er nærmere utdypet i kapittel 2. Departementet legger derfor vekt på resultatutviklingen i fondet over tid.

I analysene i dette kapitlet er det tatt utgangspunkt i nominelle avkastningstall, siden en ønsker å sammenlikne resultatene i forvaltningen mot avkastningen av en referanseportefølje, og det vil da ikke gi særlig mer informasjon å justere avkastningstallene med prisstigningen. Av hensyn til de statistiske analysene i resultatomtalen nedenfor er gjennomsnittlig avkastning av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pen-

sjonsfond – Norge beregnet som et aritmetisk gjennomsnitt, basert på månedlige avkastningstall. I kapittel 1 var avkastningen beregnet geometrisk, i tråd med rapporterte avkastningstall i årsrapportene til Norges Bank og Folketrygdfondet.

5.2 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

5.2.1 Utviklingen i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland

Referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland er en bredt sammensatt portefølje av aksjer og obligasjoner som er spredt over mange geografiske regioner og sektorer. Avkastningen av referanseporteføljen gjenspeiler følgelig den generelle kursutviklingen i de internasjonale verdipapirmarkedene. Den faktiske sammensetningen av referanseporteføljen består av indekser fra leverandørene FTSE og Barclays Capital for henholdsvis aksjer og obligasjoner.¹

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland kan måles både i norske kroner og i fondets valutakurv.² Avkastningen målt i norske kroner påvirkes av hvordan kronekursen utvikler seg i forhold til de valutaene hvor fondet er investert. Ettersom den internasjonale kjøpekraften til fondet ikke påvirkes av endringer i kronekursen, fokuseres det i resultatevalueringen nedenfor på avkastningen målt i lokal valuta.

Tabell 5.1 viser at gjennomsnittlig avkastning av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland de siste fem årene var 1,7 pst. Til sammen-

¹ Referanseporteføljen består av aksjer som inngår i indeksen FTSE Global Equity Index Series All Cap. Det benyttes en modifisert versjon av denne indeksen i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, som dekker 46 land. Videre består referanseporteføljen av obligasjoner som inngår i indeksene Barclays Capital Global Aggregate Bond Index og Barclays Capital Global Inflation Linked Index. Referanseporteføljen for obligasjoner dekker valutaene til 21 land.

² Når avkastningen måles i utenlandsk valuta, vektet avkastningen i enkeltvalutaer sammen med vektene i fondets referanseportefølje.

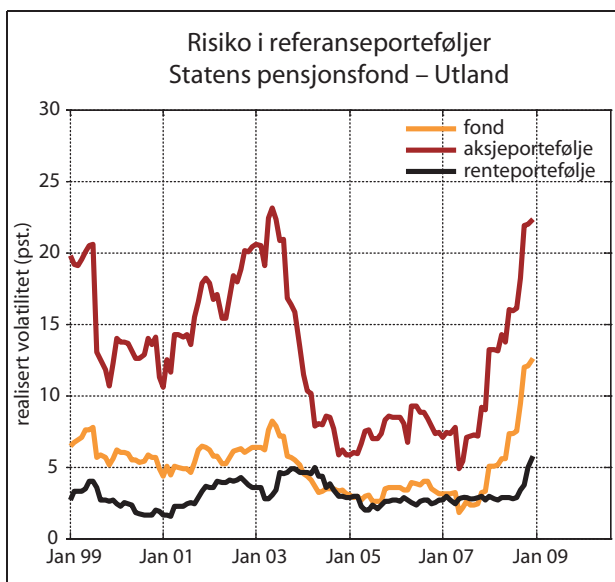
Tabell 5.1 Gjennomsnittlig årlig avkastning (aritmetisk)¹ og årlig standardavvik til avkastningen på referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland målt nominelt i lokal valuta. 1998-2008. Prosent

	Hele perioden	Siste fem år	Siste tre år	2008
<i>Referanseporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	3,15	1,71	-3,08	-21,27
Standardavvik	6,42	7,00	8,41	12,60
<i>Aksjereferansen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	2,16	1,17	-8,27	-46,88
Standardavvik	15,43	13,74	16,28	22,33
<i>Rentereferansen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,06	4,21	3,99	6,07
Standardavvik	3,38	3,45	3,90	5,78

¹ Beregnet som aritmetisk gjennomsnitt basert på månedlige avkastningsrater, jf. omtale i avsnitt 5.1.

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

likning var gjennomsnittlig avkastning de siste fem årene ved utgangen av 2007 (dvs. perioden 2003-2007) 8,3 pst. Det betydelige fallet i gjennomsnittlig avkastning skyldes den meget svake avkastningen i fjor på -21,3 pst., noe som reflekterer det kraftige fallet på verdens aksjemarkeder. Den svake avkastningen i 2008 bidrar også i betydelig grad til å trekke ned gjennomsnittlig avkastning i hele perioden 1998-2008 sett under ett (3,2 pst. årlig, mot 5,6 pst. ved utgangen av 2007).



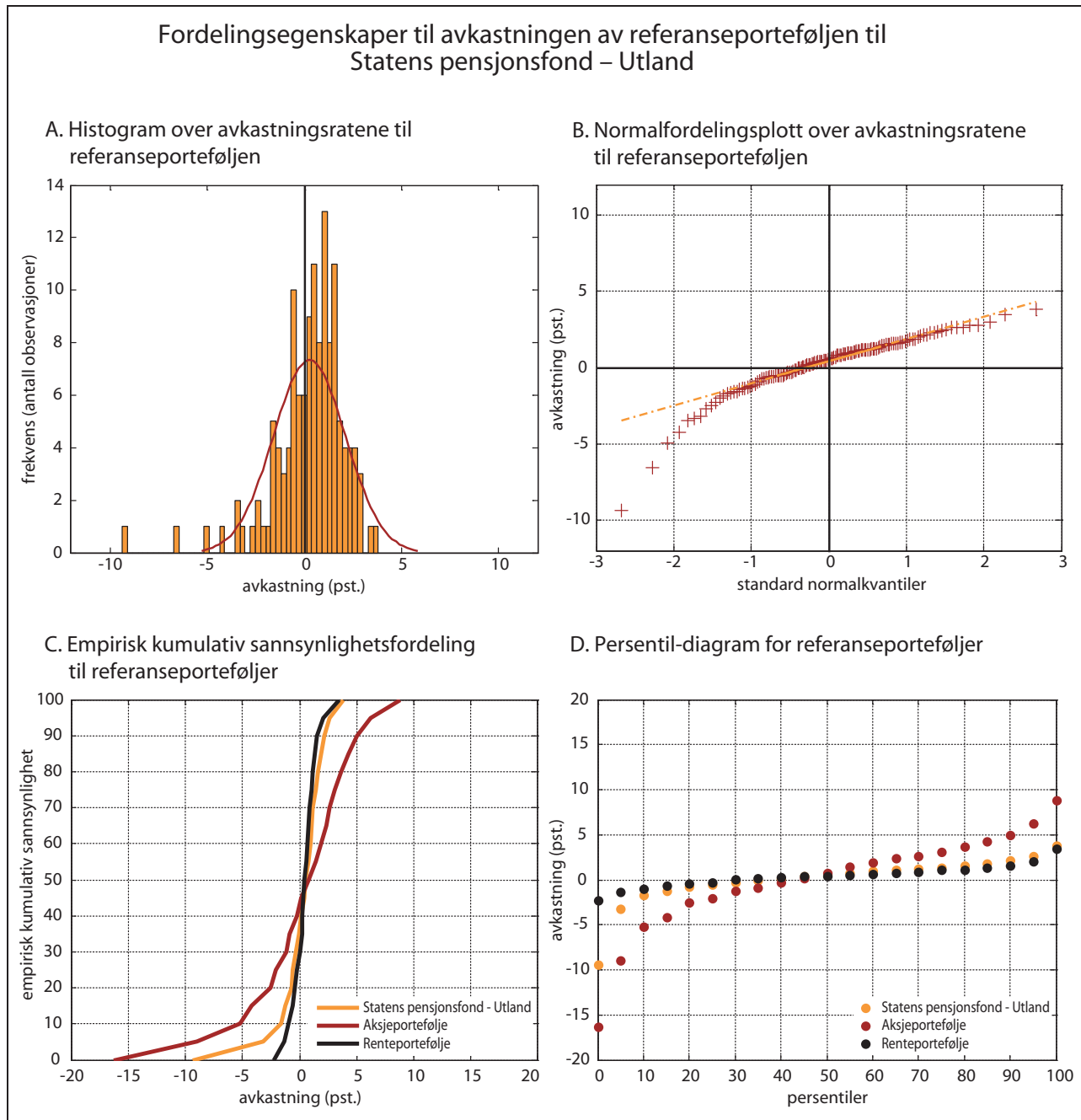
Figur 5.1 Risiko i referanseporteføljene til Statens pensjonsfond – Utland, målt ved rullerende tolv måneders standardavvik målt i lokal valuta. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Utviklingen i aksjereferansen har vært meget svak i hele perioden sett under ett. De siste fem årene var gjennomsnittlig årlig avkastning 1,2 pst. Den meget svake avkastningen i aksjemarkedet i denne perioden skyldes først og fremst det betydelige kursfallet i 2008. Til sammenlikning var gjennomsnittlig aksjeavkastning de siste fem årene ved utgangen av 2007 14,8 pst.

Meget svak utvikling på verdens aksjemarkeder i fjor, bidro til å øke etterspørselen etter finansielle instrumenter med lavere risiko, blant annet statspapirer. Dette bidro til at gjennomsnittsavkastningen av referanseporteføljen for rentebærende instrumenter de siste fem årene økte noe fra utgangen av 2007 til 2008 (fra 4,0 pst. til 4,2 pst. per år). For hele perioden 1998-2008 sett under ett var gjennomsnittlig årlig avkastning i rentemarkedet nær 3 prosentpoeng høyere enn avkastningen i aksjemarkedet.

Samtidig som avkastningen av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland har vært relativt lav de siste årene, har risikonivået vært en del høyere enn normalt jf. figur 5.1. Som det framgår av tabell 5.1 var gjennomsnittlig risikonivå i fondets referanseportefølje de siste fem årene, målt ved standardavviket til avkastningen, 7,0 pst. per år. Dette er nær en dobling fra nivået ved utgangen av 2007, og skyldes blant annet en betydelig økning i risikoen i aksjereferansen, men må også ses i sammenheng med økningen i aksjeandelen, en nær dobling av volatiliteten i obligasjonsmarkedet i forhold til normalen, samt økt samvariasjon mellom avkastningen på verdipapirer i lys av finanskrisen.



Figur 5.2 Fordelingsegenskaper til månedlig avkastning (målt nominelt i lokal valuta) av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

De statistiske egenskapene til avkastningsratene til referanseporteføljen er av sentral betydning for resultatevalueringen, blant annet for vurderingen av om standardavviket til avkastningen er et godt risikomål slik at en kan knytte sannsynlighetsutsagn til dette. Realisert volatilitet, målt ved standardavviket til avkastningsratene, gir en fullstendig beskrivelse av risikoen i referanseporteføljen dersom avkastningsratene er normalfordelt.³

Figur 5.2a indikerer at avkastningsratene til referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland er venstreskjeve og har fete haler, ved at det forekommer lavere avkastningsrater mer hyppig enn det en ville vente dersom avkastningsratene var normalfordelt. Videre er det tegn til brudd på antakelsen om at avkastningsratene er normal-

³ I boks 2.2 i St.meld. nr. 16 (2007-2008) er det gjort nærmere rede for ulike mål på risiko.

fordelt, jf. figur 5.2b. Dersom avkastningsratene er normalfordelt, vil en vente at de plotter langs en rett linje fra laveste til høyeste observerte avkastning. Figuren indikerer brudd på antakelsen om normalfordeling, ved at de laveste observerte avkastningsratene ligger under det en forventer.

Statistiske tester viser at avkastningsratene har venstreskjevhet for referanseporteføljen til fondet totalt og for aksjereferansen for hele perioden 1998-2008 sett under ett, og for de to delperiodene 2004-2008 (siste fem år) og 2006-2008 (siste tre år). Videre er det tegn til at avkastningsratene til rentereferansen er høyreskjev for delperioden 2006-2008. Resultatene er statistisk signifikante. Videre har avkastningsratene til fondet totalt og aksjereferansen fete haler. Det er også tegn til fete haler for rentereferansen de siste fem årene. Statistiske tester for normalitetsantakelsen (Jarque-Bera og Lilliefors) viser at hypotesen om normalfordelte avkastningsrater kan forkastes for referanseporteføljen til fondet og for aksjereferansen for hele perioden sett under ett og for de to delperiodene. En samlet vurdering tilsier på denne bakgrunn at en bør være varsom med å basere sannsynlighetsutsagn om risikoen i fondets referanseportefølje og i aksjereferansen på standardavviket til de månedlige avkastningsratene. I kapittel 2 er det redegjort nærmere for risikoen i fondet over lange horisonter.

I utgangspunktet vil en ønske å bruke hele sannsynlighetsfordelingen til avkastningsratene for å belyse risikoen i fondets referanseportefølje. Figur 5.2c viser den empiriske kumulative sannsynlighetsfordelingen til avkastningen til referanseporteføljen for fondet totalt og aksje- og rentereferansen. Minimumsavkastningen til fondet er beregnet til -9,4 pst. og maksimal månedlig avkastning til 3,8 pst. For aksjereferansen er spredningen betydelig større, mens den er betydelig mindre for rentereferansen. Figuren illustrerer at i 10 pst. av alle månedene har avkastningen til totalreferansen vært lavere enn om lag 2 pst.

Informasjonen i den foregående figuren kan også framstilles i et persentil-diagram, jf. figur 5.2d. Figuren viser at i 10 pst. av månedene har avkastningen til fondets referanseportefølje vært mindre eller lik -2 pst. Tilsvarende har avkastningen for aksjereferansen vært mindre eller lik drøyt -5 pst., og for rentereferansen om lag -1,5 pst. i 10 pst. av månedene. Dette kan uttrykkes som at fondets historiske Value-at-Risk er lik 2 pst, tilsvarende om lag 45 mrd. kroner med fondets størrelse ved utgangen av 2008. Det innebærer at historisk sett ville en tapt mer en 45 mrd. kroner av porteføljeværdien i en av ti måneder. I tillegg

kommer utslag som følge av svingninger i verdien av norske kroner mot valutaene i fondet

Autokorrelasjonen til avkastningsratene beskriver hvordan avkastningsratene til fondets referanseportefølje henger sammen over tid, dvs. om det er slik at høy (lav) avkastning i en gitt måned følges av høy (lav) avkastning i de neste månedene. I resultatanalysen er det lagt til grunn at månedlige risikotall, målt ved standardavviket til avkastningen, kan annualiseres ved å bruke kvadratrotformelen. Denne skaleringen innebærer at det antas lineær uavhengighet i avkastningsratene over tid. Beregninger departementet har utført viser at det ser ut til å være forholdsvis lav grad av tidsavhengighet i avkastningsratene til fondets referanseportefølje og i aksje- og rentereferansen. Statistiske tester for autokorrelasjon viser at hypotesen om lineær uavhengighet over tid i avkastningsratene ikke kan forkastes for noen av periodene eller delreferansene.

Boks 5.1 gjør rede for hvordan variasjoner i kronens verdi påvirker avkastningen av fondets referanseportefølje målt i norske kroner.

5.2.2 Utviklingen i faktisk portefølje til Statens pensjonsfond – Utland

Den faktiske porteføljen til Statens pensjonsfond – Utland avviker noe fra den referanseporteføljen som er fastsatt av departementet. Avvikene gjenspeiler hovedsaklig aktive investeringsbeslutninger i Norges Bank, hvor siktemålet er å oppnå høyere avkastning på den faktiske porteføljen enn på referanseporteføljen, innenfor rammen for forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng. Avkastningen av og risikoen i Statens pensjonsfond – Utland vil derfor kunne avvike fra avkastningen av og risikoen i fondets referanseportefølje.

Tabell 5.2 viser at gjennomsnittlig årlig avkastning på den faktiske porteføljen til Statens pensjonsfond – Utland de siste fem årene var 1,2 pst. Til sammenlikning var gjennomsnittlig avkastning de siste fem årene ved utgangen av 2007 8,7 pst. Det betydelige fallet i gjennomsnittlig avkastning fra utgangen av 2007 til utgangen av 2008 skyldes et meget svakt resultat i fjor med en avkastning på -25,3 pst. Hovedårsaken til dette er svak avkastning på aksjeplasseringene (-48,5 pst.). Den meget svake avkastningen i 2008 påvirker også gjennomsnittlig avkastning i hele perioden 1998-2008 sett under ett, som falt fra 6,0 pst. ved utgangen av 2007 til 3,1 pst. ved utgangen av 2008.

Boks 5.1 Endringer i kronekursen og avkastningen av referanseporteføljen målt i norske kroner

Avkastningen av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland målt i norske kroner (R_{nok}) er tilnærmet lik avkastningen på referanseporteføljen målt i lokal valuta (R_{lok}) pluss «avkastningen» på valutakurven (relativt til kronen) (R_{fx}), jf. likning (1).

$$(1) R_{nok} \approx R_{lok} + R_{fx}$$

Når kronen svekkes i verdi, vil avkastningen av referanseporteføljen være høyere målt i norske kroner enn i lokal valuta. Øker kronen i verdi, vil avkastningen i lokal valuta være høyest.

I enkelte perioder er det betydelig forskjell mellom avkastningen av referanseporteføljen målt i norske kroner og i lokal valuta. I 2008 var denne forskjellen om lag 19 prosentpoeng. I norske kroner ble avkastningen og basert på månedlig avkastning målt til -2 pst., og i lokal valuta til -21 pst. (aritmetisk av referanseporteføljen).

I perioden fra januar 1998 til desember 2008 svekket kronen seg i forhold til fondets valutakurv med i gjennomsnitt 1,0 pst. per år. Fram til utgangen av desember 2007 hadde imidlertid kronen styrket seg med 0,75 pst. i gjennomsnitt per år. Dette bildet snudde helt i 2008, som representerer et spesielt år med et svært stort verdifall på den norske kronen.

Standardavviket til avkastningen målt i norske kroner ($\sigma_{R,nok}$) framgår av likning (2). De tre sentrale størrelsene er standardavviket til avkastningen i lokal valuta, standardavviket til avkastningen på valutakurven og korrelasjonen mellom avkastningen av referanseporteføljen målt i lokal valuta og avkastningen av valutakurven (ρ).

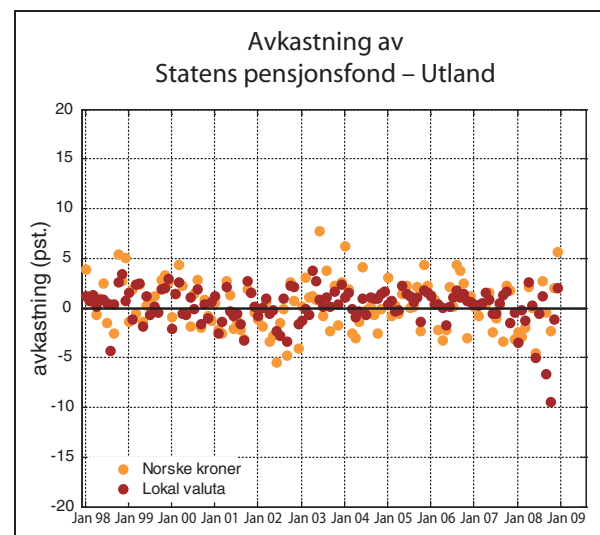
$$(2) \sigma_{R,nok} = (\sigma_{R,lok} + \sigma_{R,fx} + 2 \sigma_{R,lok} \sigma_{R,fx} \rho)^{1/2}$$

Reduksjonen i kronens verdi på om lag 19 pst. relativt til referanseporteføljens valutakurv tilsvarer 2,6 ganger den normale variasjonen i kroneverdien. Den bergnede sannsynligheten for at kronen skal svekke seg så mye i verdi i løpet av et år er med andre ord svært lav.

Volatiliteten til kronekursen er beregnet til 7,3 pst. årlig, som er svært høyt sammenliknet med den gjennomsnittlige endringen i kronens verdi. Statistisk sett er ikke den gjennomsnittlige svekkelsen av kronens verdi på 1 prosentpoeng per år signifikant forskjellig fra null.

«Avkastningen» av valutakurven har vært høyreskjev, som innebærer at det har vært flere tilfeller av relativt sett stor svekkelse enn relativt stor styrking av kronen. Det er også indikasjon på fete haler i den empiriske fordelingen. Estimaten er statistisk signifikante på 95 pst.-nivå. Basert på standard statistiske tester forkastes normalfordelingsantakelsen. Det er imidlertid ikke tegn til signifikant autokorrelasjon i kronekursens utvikling, som innebærer at det har vært vanskelig å forutsi månedlige endringer i kronens verdi basert på tidligere verdiendringer i denne perioden.

Figur 5.4 viser månedlige avkastningsrater for referanseporteføljen målt i henholdsvis norske kroner og i lokal valuta. Gjennomsnittlig avkastning i perioden fra januar 1998 til desember 2008 er beregnet til 4,1 pst. i norske kroner, og 3,1 pst. i lokal valuta. Forskjellen tilsvarer det gjennomsnittlige fallet i kronens verdi. Det framgår av figuren at spredningen i avkastningen er større når den måles i norske kroner enn i lokal valuta. Det kommer av at endringene i kronens verdi (kronevolatiliteten) har bidratt til å forsterke svingningene i referanseporteføljens avkastning målt i norske kroner.



Figur 5.3 Avkastning av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland målt nominelt i lokal valuta og i norske kroner. Månedlige avkastningstall 1998–2008. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Boks 5.1 (forts.)

Figur 5.4 viser utviklingen i akkumulert avkastning (indeksverdier) for referanseporteføljen målt i norske kroner og lokal valuta. Figuren illustrerer to forhold: For det første at akkumulert avkastning målt i lokal valuta så langt har vært mindre enn avkastningen målt i norske kroner. Indeksen målt i norske kroner har sluttverdi lik 151, mens indeksen målt i lokal valuta stopper på 142. For det andre har svingningene i indeksene vært store. Det synes tilfeldig om akkumulert avkastning målt i norske kroner på et gitt tidspunkt er større eller mindre enn akkumulert avkastning målt i lokal valuta.

Årlig standardavvik til avkastningen av referanseporteføljen målt i norske kroner er beregnet til 8,4 pst. for hele perioden, mens standardavviket til avkastningen målt i lokal valuta anslås til 6,4 pst. Referanseporteføljens volatilitet

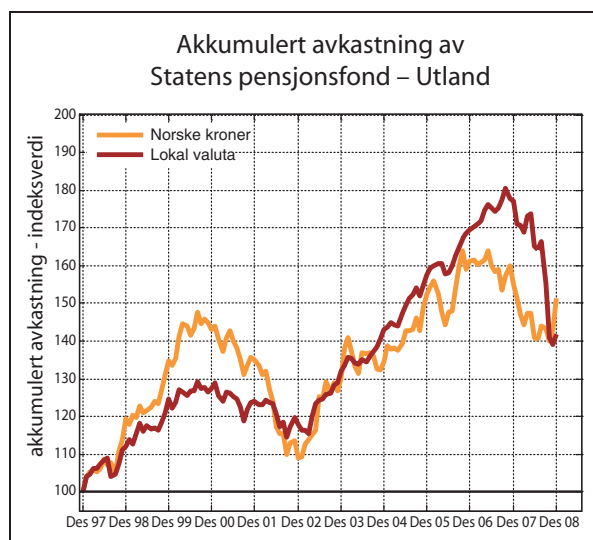
i norske kroner er mindre enn summen av volatiliteten i lokal valuta og kronekursens volatilitet. Dette skyldes at utviklingen i kronekursen ikke er perfekt korrelert med avkastningen av referanseporteføljen i lokal valuta. For perioden sett under ett har korrelasjonen mellom avkastningen på referanseporteføljen målt i lokal valuta og endringen i kronekursen vært negativ (-0,26).

Volatiliteten til referanseporteføljene varierer over tid. Målt i norske kroner har den endret seg fra i overkant av 5 pst. til om lag 12 pst. målt som tolv måneders rullerende standardavvik, og i lokal valuta fra 2 pst. til 12 pst. Kronekursens volatilitet har variert mellom 3 pst. og 11 pst. i samme periode.

Også korrelasjonen mellom endringen i kronekursen og avkastningen av referanseporteføljen målt i lokal valuta har endret seg mye over tid. Rullerende korrelasjonskoeffisienter basert på et observasjonsvindu på tolv måneder har variert fra -0,75 til 0,5.

Departementet legger i resultatevalueringen vekt på at avkastningen målt i fondets valutakurv gir det beste uttrykket for utviklingen i fondets kjøpekraft. Variasjoner i kronekursen vil i årene framover kunne ha stor betydning for avkastningen målt i kroner. I enkelte tilfeller vil endringer i kronekursens verdi forsterke endringene i referanseporteføljens verdi målt i norske kroner. Andre ganger vil det være motsatt. Av avgjørende betydning er størrelsen på korrelasjonen mellom endringer i kronens verdi og utviklingen i verdipapirmarkedene. Det er ingen entydig teoretisk sammenheng som gir klare holdepunkter for verken fortegnet eller størrelsen på denne korrelasjonen.

I et eget dokumentasjonsnotat som vil bli lagt ut på departementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf) gjøres det nærmere rede for beregningene.



Figur 5.4 Akkumulert avkastning av Statens pensjonsfond – Utland, målt nominelt i lokal valuta og norske kroner. Indeks ved utgangen av 1997=100

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Boks 5.2 Inflasjon, nominell avkastning og realavkastning

Hvilken betydning har inflasjonen for de statistiske egenskapene til realavkastningen? Dette spørsmålet kan belyses ved å sammenlikne hvordan ulike statistiske estimater påvirkes når en endrer avkastningstallene som benyttes i beregningene fra nominelle til reelle størrelser.

Realavkastningen er definert som differansen mellom nominell avkastning og inflasjon, jf. (1).

$$(1) \quad R_{real} \approx R_{nom} - \Delta P$$

Standardavviket til realavkastningen kan beregnes som i likning (2), men det er normalt enklere å beregne standardavviket direkte fra en tidsserie av realavkastningsrater. Fra likningen kan en imidlertid lese ut enkelte viktige sammenhenger. Lav og stabil inflasjon innebærer at det andre elementet på høyre side av likhetstegnet (variansen til prisstigningen) vil være lavt (neglisjerbart) i forhold til variansen til nominell avkastning (det første elementet). Det tredje elementet som uttrykker kovariansen mellom nominell avkastning og inflasjon vil ventelig også være lavt, som følge av at inflasjonen er lav og stabil. Kombinasjonen av en utpreget stokastisk størrelse (nominell avkastning) og en i denne sammenheng nærmest deterministisk størrelse (prisstigning) tilsier lav samvariasjon. Basert på disse resonnementene vil en vente at standardavviket til realavkastningen er tilnærmet lik standardavviket til nominell avkastning.

$$(2) \quad \sigma_{real} = (\sigma_{nom}^2 + \sigma_{\Delta P}^2 - 2\rho\sigma_{nom}\sigma_{\Delta P})^{1/2}$$

Tilsvarende resonnement kan føres når det gjelder tredjementet (graden av skjevhet) og fjerdemomentet (graden av fete haler, eller «eksess kurtose») til realavkastningen. Under forutsetning av lav og stabil inflasjon, vil en vente at tredjementet til realavkastningen er tilnærmet lik tredjementet til nominell avkastning. Tilsvarende vil en vente at fjerdemomentet til realavkastningen vil være tilnærmet lik fjerdemomentet til nominell avkastning.

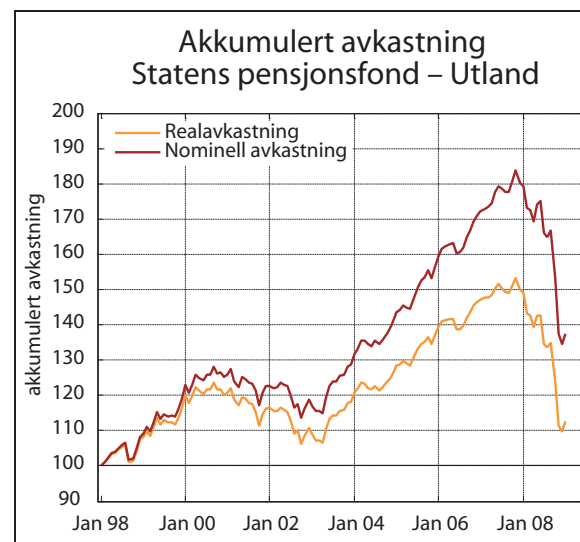
Basert på avkastningsdata for perioden fra januar 1998 til desember 2008 anslås gjennomsnittlig årlig inflasjon for de landene som inngår i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond - Utland til 1,8 pst. Standardavviket til årlig inflasjonsrate er estimert til 0,4 pst. Det er høy positiv autokorrelasjon i de månedlige inflasjonsratene. Perioden som beregningene er basert på er preget av lav og stabil inflasjon. Korrelasjonen (ρ) mellom nominell avkastning målt i lokal valuta og inflasjonen er beregnet til 0,18, som er lavt, men statistisk signifikant forskjellig fra null.

Gjennomsnittlig årlig geometrisk nominell avkastning målt i lokal valuta er anslått til 2,9 pst.,

mens årlig geometrisk realavkastning er beregnet til 1,1 pst. Forskjellen tilsvarer 1,8 prosentpoeng som er lik den årlige gjennomsnittlige inflasjonsraten. Standardavviket til realavkastningen er tilnærmet identisk med standardavviket til nominell avkastning på 6,9 pst. Resultatene viser videre at estimatene for skjevhet og fete haler i liten grad påvirkes av om beregningene baseres på nominelle avkastningsrater eller realavkastningsrater. Dette gjelder også for tester av normalitet og tidsavhengighet (autokorrelasjon).

Over tid vil det selv i lavinflasjonsregimer gradvis utvikle seg en ikke ubetydelig forskjell mellom akkumulert nominell avkastning og akkumulert realavkastning. Akkumulert realavkastning ved utgangen av 2008 er om lag 18 pst. lavere enn akkumulert nominell avkastning (begge målt i lokal valuta), jf. figur 5.5. Indeksen for realavkastningen har sluttverdi på om lag 113, mens nominell avkastning har en sluttverdi på 138.

Analysen viser at lav og stabil inflasjon «spiser» av avkastningen, men ikke påvirker ulike statistiske mål på risiko som standardavviket, fordelings skjevhet eller graden av fete haler. Disse resultatene gjelder ikke nødvendigvis i et regime med høy og variabel inflasjon. I et eget dokumentasjonsnotat som vil bli lagt ut på Finansdepartementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf), gis det en mer utfyllende redegjørelse av analysen.



Figur 5.5 Akkumulert avkastning av Statens pensjonsfond - Utland, målt nominelt og reelt i fondets valutakurv. Indeks ved utgangen av 1997=100

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Tabell 5.2 Gjennomsnittlig årlig avkastning (aritmetisk)¹ og årlig standardavvik til avkastningen på den faktiske porteføljen til Statens pensjonsfond – Utland målt nominelt i lokal valuta. 1998–2008. Prosent

	Hele perioden	Siste fem år	Siste tre år	2008
<i>Faktisk portefølje</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	3,14	1,18	-4,45	-25,29
Standardavvik	6,88	7,81	9,39	14,01
<i>Aksjeporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	2,69	1,60	-8,44	-48,46
Standardavvik	15,80	14,41	17,01	23,42
<i>Renteporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	4,56	2,86	1,52	-0,33
Standardavvik	3,51	3,66	4,19	6,57

¹ Beregnet som aritmetisk gjennomsnitt basert på månedlige avkastningsrater, jf. omtale i avsnitt 5.1.

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Avkastningen av aksjeporteføljen har vært svært lav de siste fem årene, med en gjennomsnittlig årlig avkastning på 1,6 pst. Til sammenlikning var gjennomsnittlig årlig avkastning 15,6 pst. ved utgangen av 2007.

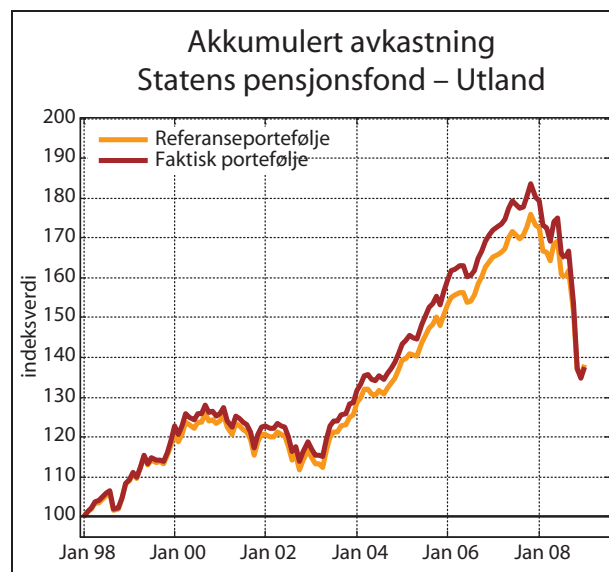
Det framgår av tabellene 5.1 og 5.2 at den gjennomsnittlige avkastningen på den faktiske porteføljen er tilnærmet lik avkastningen på referanseporteføljen for hele perioden sett under ett, jf. figur 5.6. Samtidig har risikoen, målt ved standardavviket til avkastningen, vært noe høyere i den faktiske porteføljen enn i referanseporteføljen. Differanseavkastningen til fondet, som er forskjellen mellom avkastningen på faktisk portefølje og referanseporteføljen, omtales nærmere i avsnitt 5.2.3.

Den høye graden av samsvar mellom avkastningen og risikoen i fondet og avkastningen og risikoen i referanseporteføljen er illustrert i figurene 5.7 og 5.8. Både nivået på avkastningen og variasjonen i avkastningen er omtrent lik for de to porteføljene, med unntak av siste halvannet år.

Figurene indikerer at det er beslutningene knyttet til fastsettingen av fondets overordnede investeringsstrategi, operasjonalisert gjennom utformingen av referanseporteføljen, som i hovedsak og over tid har bestemt både avkastningen og variasjonen i fondets avkastning. Analyser viser at avkastningen i fondet fullt ut kan tilskrives de valg departementet har tatt i utformingen av investeringsstrategien for fondet. Videre har korrelasjonen mellom avkastningen av fondets faktiske plasseringer og avkastningen av referanseporteføljen vært tilnærmet lik én (dvs. her perfekt positiv korrelasjon), og variasjonene i avkastningen av

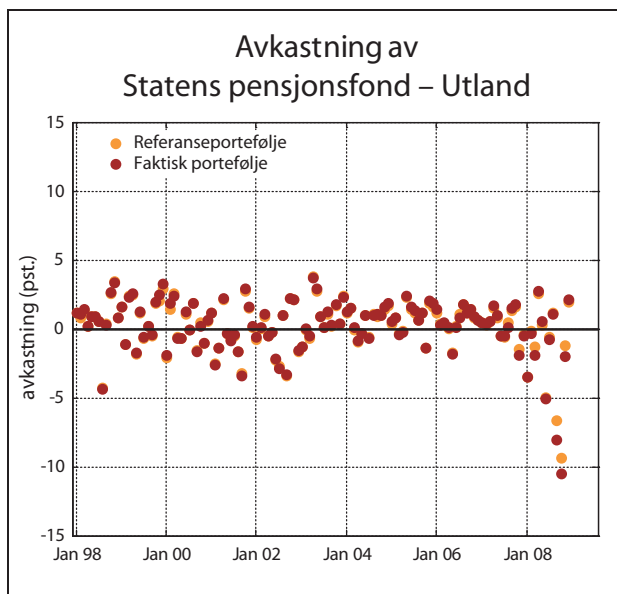
referanseporteføljen har forklart mer enn 99 pst. av variasjonene i avkastningen av fondet sett over perioden 1998–2008.

Når det gjelder de statistiske egenskapene til avkastningen av den faktiske porteføljen, er det indikasjoner på venstreskjevhet og fete haler i de månedlige avkastningsratene for fondet totalt og for aksje- og renteporteføljen for hele perioden sett under ett. Begge testene for normalitet viser at hypotesen om normalfordelte månedlige avkastningsrater for både totalporteføljen og aksjeporteføljen for hele perioden sett under ett kan



Figur 5.6 Akkumulert avkastning Statens pensjonsfond – Utland, målt nominelt i lokal valuta. Indeks ved utgangen av 1997=100

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

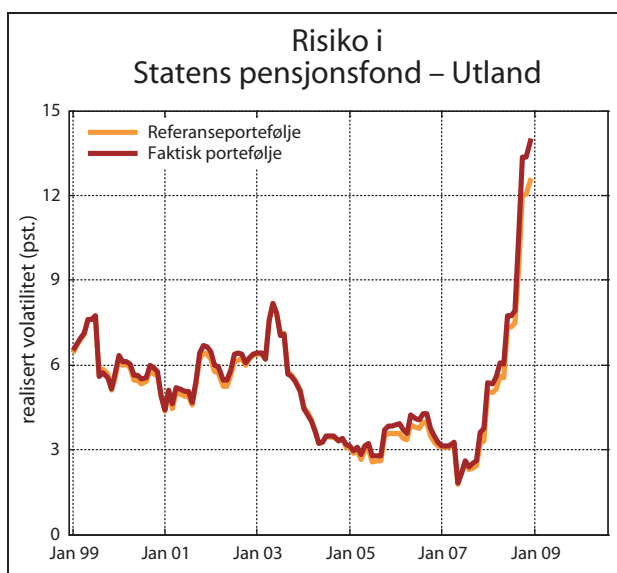


Figur 5.7 Avkastning av den faktiske porteføljen til Statens pensjonsfond – Utland og fondets referanseportefølje. Månedlige avkastningstall, målt nominelt i lokal valuta. 1998–2008. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

forkastes. Statistiske tester viser forøvrig ingen tegn til autokorrelasjon i avkastningsratene til den faktiske porteføljen.

De ulike statistiske målene på risikoen i fondet som er omtalt ovenfor påvirkes i liten grad av om



Figur 5.8 Rullerende tolv måneders standardavvik til avkastningen i Statens pensjonsfond – Utland og fondets referanseportefølje, målt i lokal valuta 1998–2008. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

beregningene er basert på nominelle avkastningsrater eller realavkastningsrater, jf. boks 5.2.

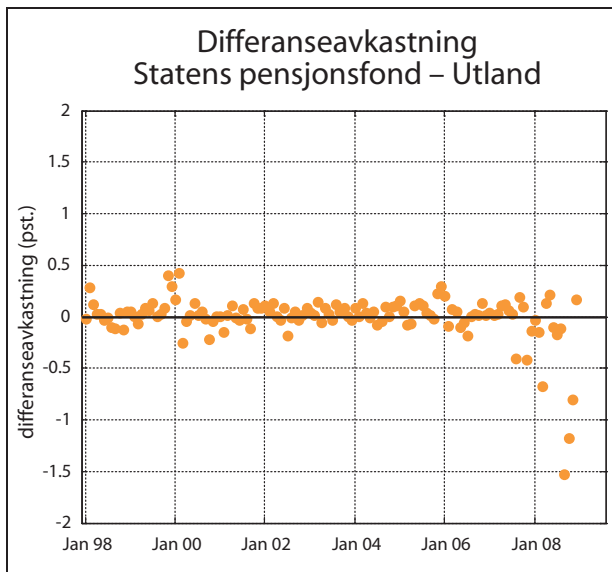
5.2.3 Utviklingen i differanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland

Avkastningen av differanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland er definert som avkastningen på fondets faktiske portefølje fratrukket avkastningen av referanseporteføljen. Differanseavkastningen er et mål på hvor stort bidrag den aktive forvaltningen i Norges Bank har gitt til fondets samlede avkastning.

Når en benytter referanseporteføljens avkastning i vurderingen av Norges Banks resultater i den aktive forvaltningen, må en samtidig være klar over at en ikke nødvendigvis ville klart å oppnå referanseporteføljens avkastning dersom fondet hadde vært forvaltet kun indeksnært. Det vil ved ren indeksforvaltning påløpe transaksjonskostnader når innholdet av verdipapirer i referanseporteføljen endres, når fondet blir tilført nye midler og ved endringer i fondets investeringsstrategi. Samtidig vil det med indeksforvaltning kunne påløpe relativt store utlånsinntekter fra verdipapirer i porteføljen. Disse utlånsinntektene kan langt på vei oppveie normale transaksjonskostnader ved indeksforvaltning.

Tabell 5.3 viser gjennomsnittlig differanseavkastning og standardavviket til differanseavkastningen (realisert relativ volatilitet) i perioden 1998–2008 målt i kroner.⁴ Norges Bank oppnådde meravkastning hvert enkelt år i perioden 1998–2006, mens det har vært mindreavkastning i den aktive forvaltningen de to siste årene. Figur 5.9 viser månedlige differanseavkastningsrater for perioden 1998–2008. I 2008 var mindreavkastningen 4,2 prosentpoeng, som er det dårligste resultatet som er oppnådd i hele fondets historie. De siste fem årene har Norges bank oppnådd en mindreavkastning på i gjennomsnitt -0,57 prosentpoeng per år. Resultatet er i stor grad preget av svake resultater i den aktive forvaltningen i 2007 og 2008. For hele perioden 1998–2008 sett under ett er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig mindreavkastning på 0,03 prosentpoeng. Til sammenlikning var det oppnådd en meravkastning i hele perioden på i gjennomsnitt 0,39 prosentpoeng per år ved utgangen av 2007.

⁴ Tabell 5.3 viser brutto meravkastning. I begrepet brutto meravkastning tas det blant annet ikke hensyn til transaksjons- og forvaltningskostnader ved indeksforvaltning, eller ekstra forvaltningskostnader ved aktiv forvaltning.



Figur 5.9 Differanseavkastning Statens pensjonsfond – Utland. Månedlige avkastningstall 1998-2008. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Informasjonsbrøken, som framgår av tabell 5.3, er beregnet som forholdet mellom gjennomsnittlig differanseavkastning og realisert relativ volatilitet. Informasjonsbrøken nyttes i noen sammenhenger som en indikasjon på hvor god den aktive forvaltningen har vært. Brøken gir uttrykk for hvor stor differanseavkastningen har vært per

enhet benyttet risiko, og kan brukes til å sammenlikne ulike forvaltere og til å vurdere utviklingen over tid for samme forvalter. Ifølge tabellen, var informasjonsbrøken i hele perioden 1998-2008 -0,03, som er en nedgang fra 0,93 ved utgangen av 2007. Dette resultatet indikerer at det har vært en liten mindreakstning per enhet benyttet risiko.

Informasjonsbrøken bør tolkes med varsomhet. For en forvalter med en portefølje som avviker lite fra referanseporteføljen vil den relative risikoen være nokså lav, og selv en liten meravkastning vil kunne gjøre informasjonsbrøken høy. Det er også slik at en vil forvente at informasjonsbrøken varierer med ulike typer aktiv forvaltning. En investor bør primært være opptatt av å maksimere meravkastningen målt i kroner eller prosent til et gitt risikonivå, og ikke informasjonsbrøken. Det synes videre klart at informasjonsbrøken er lite egnet som vurderingskriterium for den type strategier som har karakterisert renteforvaltningen, jf. omtale nedenfor.

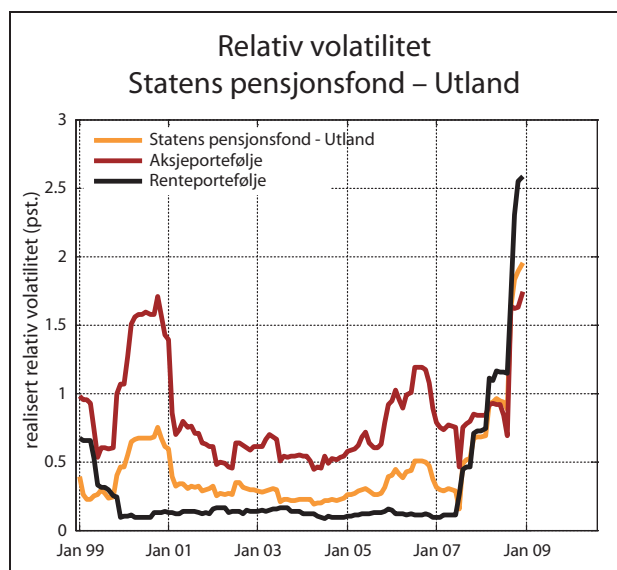
Utviklingen i realisert relativ volatilitet framgår av figur 5.10. Siden sommeren 2007 har det vært en markert økning i relativ volatilitet, noe som dels må ses i sammenheng med uroen i finansmarkedene, men også med bankens posisjoner i den aktive forvaltningen. Økningen er særlig markert for renteporteføljen, jf. omtale nedenfor. Risikoen i den aktive forvaltningen de siste fem årene, målt ved realisert relativ volatilitet, er 1,1

Tabell 5.3 Gjennomsnittlig årlig avkastning (aritmetisk) og årlig standardavvik (realisert relativ volatilitet) til differanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland målt nominelt i kroner. Prosentpoeng og prosent¹

	Hele perioden	Siste fem år	Siste tre år	2008
<i>Totalporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	-0,03	-0,57	-1,44	-4,22
Standardavvik	0,79	1,08	1,31	1,95
Informasjonsbrøken	-0,03	-0,53	-1,10	-2,17
<i>Aksjeporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	0,52	0,39	-0,22	-1,70
Standardavvik	1,01	1,09	1,24	1,74
Informasjonsbrøken	0,51	0,36	-0,18	-0,98
<i>Renteforvaltningen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	-0,52	-1,40	-2,57	-6,67
Standardavvik	0,99	1,40	1,74	2,58
Informasjonsbrøken	-0,53	-1,00	-1,48	-2,58

¹ Årlig differanseavkastning er beregnet som forskjellen mellom gjennomsnittlig månedlig avkastning av fondet og av referanseporteføljen og annualisert ved å multiplisere med 12. Denne benevnes i tabellen med prosentpoeng. Realisert relativ volatilitet er beregnet som standardavviket til den månedlige differanseavkastningen og annualisert ved å multiplisere med kvadratrotten av 12. Den relative volatiliteten oppgis i tabellen med pst.

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 5.10 Utviklingen i realisert relativ volatilitet. Rullerende tolv måneders standardavvik til differanseavkastningen. 1998–2008. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

pst. For hele perioden sett under ett beregnes realisert relativ volatilitet til 0,79 pst.

Forventet relativ volatilitet skal i henhold til den ramme som er fastsatt av departementet ikke overstige 1,5 pst. for totalporteføljen. I mange år var utnyttelsen av den tildelte risikorammen relativ lav. Norges Banks utnyttelse av risikorammen har imidlertid økt markert siden sommeren 2007.

Faktisk portefølje i Statens pensjonsfond – Utland kan betraktes som bestående av to porteføljer; referanseporteføljen og differanseporteføljen. Risikoen i fondet vil følgelig avhenge av risikoen i referanseporteføljen, risikoen i differanseporteføljen (relativ volatilitet) og samvariasjonen mellom avkastningen av referanse- og differanseporteføljen.

Det har vært en begrenset forskjell mellom absolutt risiko i fondet og i referanseporteføljen når en ser hele perioden under ett, jf. figur 5.8. Dette skyldes blant annet at differanseavkastningen gjennomgående har vært lavt korrelert med avkastningen av referanseporteføljen. For hele perioden 1998–2008 er denne korrelasjonskoeffisienten beregnet til 0,15. Korrelasjonskoeffisienten har vært stigende det siste halvannet året, og tolv måneders rullerende korrelasjon var ved utgangen av 2008 0,23.

Tabell 5.3 viser også differanseavkastningen i henholdsvis aksje- og renteforvaltningen. Differanseavkastningen i aksjeforvaltningen i 2008 var -1,7 prosentpoeng, og er det svakeste resultatet som er oppnådd siden fondet ble etablert. I aksjeforvalt-

ningen har differanseavkastningen for hele perioden sett under ett vært positiv (0,52 prosentpoeng). Den relative volatiliteten for aksjeforvaltningen er beregnet til 1,01 pst. som et årlig gjennomsnitt for hele perioden. Informasjonsbrøken i aksjeforvaltningen kan i samme periode anslås til 0,51.

I den aktive renteforvaltningen var det i fjor en betydelig mindreakstning (-6,7 prosentpoeng), som er det dårligste resultatet i fondets historie. Dette bidro samtidig sterkt til negativ differanseavkastning for fondet samlet dette året. For hele perioden har gjennomsnittlig årlig differanseavkastning vært negativ (-0,52 prosentpoeng). Den relative volatiliteten for renteforvaltningen er samtidig beregnet til 0,99 pst. som et årlig gjennomsnitt. Informasjonsbrøken for hele perioden anslås til -0,53.

Utviklingsforløpet for Norges Banks aktive renteforvaltning er illustrert i figur 5.11a, som viser et betydelig fall i akkumulert differanseavkastning siden andre halvår 2007. Det går videre fram av figur 5.11c at samlet verdiskaping innen renteforvaltningen målt i kroner er negativ for hele perioden sett under ett med om lag 70 mrd. kroner. Figur 5.11b og 5.11c viser tilsvarende utviklingsforløp innen aksjeforvaltningen. Det går fram av figuren at hendelsene etter sommeren 2007 hadde relativt sett mindre utslag for den akkumulerte differanseavkastningen innen aksjeforvaltningen. Samlet verdiskaping innen aksjeforvaltningen målt i kroner er positiv for hele perioden sett under ett med om lag 6 mrd. kroner, slik at samlet verdiskaping for fondet totalt i hele perioden er negativ med 64 mrd. kroner. Den beregnende mindreakstningen målt i kroner må ses i sammenheng med at det har vært størst negativ prosentvis avkastning de siste to årene, da fondskapitalen har vært høyere enn før.

I Norges Banks rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008 pekes det på at mindreakstningen i fjor er vesentlig større enn banken hadde forventet, basert på en aktiv forvaltningsstrategi med mange små og uavhengige investeringer. Det vises videre til at de svake resultatene i hovedsak skyldes at de aktive obligasjonsinvesteringene ikke har hatt så stor risikospredning som banken har lagt til grunn, og at en i for stor grad har gjort investeringer som har hatt en felles eksponering mot underliggende systematisk risiko (likviditetsrisiko og kredittrisiko). Store posisjoner som ble bygget opp i en situasjon der risikopremien på likviditet og kreditt var lav, viste seg å falle samtidig i verdi når markedet ble drevet av store skift i verdsettingen av disse risikofaktorene. I ban-



Figur 5.11 Akkumulert differanseavkastning Statens pensjonsfond – Utland.

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

kens rapport er det gjort nærmere rede for hvordan mindreavkastningen innen renteforvaltningen fordeler seg på ulike investeringer. De største bidragene til mindre avkastninger kommer fra investeringer i pantesikrede obligasjoner og fra investeringer i finansinstitusjoner, jf. boks 5.3.

De realiserte tapene på disse investeringene utgjør fortsatt en liten del av samlet mindreavkastning. Den løpende avkastningen er høy, noe som ikke bare gjenspeiler at kredittrisikoen har økt, men også høy likviditetspremie og store risikopåslag i markedene. Verdsettelsen av disse obligasjonene er anslag på virkelig verdi under dagens markedsforhold. Anslagene vil kunne endres i takt med utviklingen i markedene. Norges bank uttaler at de er innstilt på å holde en stor del av disse papirene til forfall. For de papirene der det ikke konstateres mislighold, vil en da motta pålydende ved forfall.

Departementet beskrev i St.meld. nr. 16 (2007-2008) utviklingen i renteporteføljens differanseavkastning, hvor det ble pekt på at Norges Bank over en lengre periode har tjent på å høste likviditets- og kredittpremier, som er analogt med å selge forsikring mot likviditets- og kredittkriser. Krisen som inntraff i kredittmarkedene høsten 2007 og som fortsatte i 2008 førte til store verdifall på disse posisjonene. Dette er analogt med et forsikringssselskap som må betale ut forsikring til forsikringstakerne når uhellet inntreffer. Denne type aktive forvaltningsstrategier illustrerer betydningen av å legge til grunn en lang tidshorison for å vurdere resultatene i forvaltningen. Det synes videre opplagt at informasjonsbrøken er lite egnet som vurderingskriterium for denne typen strategier.

Figur 5.12a indikerer at differanseavkastningsratene er venstreskjeve og har fete haler. Dette inntrykket bekreftes av figur 5.12b, som viser at det er klare tegn til brudd på antakelsen om at differanseavkastningsratene er normalfordelt, ved at en observerer differanseavkastningsrater som ligger betydelig under det en normalt ville forvente. Statistiske tester bekrefter venstreskjevhet og fete haler for fondet totalt og for aksje- og renteporteføljen for hele perioden sett under ett, og for de to delperiodene 2004-2008 og 2006-2008 (verdien av testobservatorene er statistisk signifikante). Statistiske tester for normalitetsantakelsen viser dessuten at hypotesen om normalfordelte differanseavkastningsrater kan forkastes for fondet totalt og for aksje- og renteporteføljen i hele perioden sett under ett. Følgelig bør en være varsom med å basere sannsynlighetsutsagn om risikoen til differanseporteføljen utelukkende på relativ volatilitet. Når en skal fastsette en risikoramme for aktiv for-

Boks 5.3 Norges Banks dekomponering av bidrag til mindreakstning i den aktive forvaltningen

I Norges Banks rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008 er det gjort nærmere rede for hvordan bidragene til mindreakstningen innen aksje- og renteforvaltningen fordeler seg på ulike forvaltningsstrategier. Norges Bank oppgir en mindreakstning innen aksjeforvaltningen i 2008 på 1,15 prosentpoeng, målt i lokal valuta, mens mindreakstningen innen renteforvaltningen er oppgitt til 6,6 prosentpoeng, målt i lokal valuta. Nedenfor beskrives Norges Banks forklaring på bidragene til mindreakstning i den aktive forvaltningen.

Aksjeforvaltningen

Norges Bank viser i sin årsrapport til at utgangspunktet for aksjeforvaltningen er en indeksporfølje som sikrer at fondet til enhver tid har den ønskede eksponeringen mot aksjemarkedet, med lave kostnader og risiko mot referanseporteføljen. Banken baserer den aktive forvaltningen av aksjeporteføljen på fire ulike strategier, som har gitt følgende bidrag til mindreakstningen i aksjeforvaltningen i 2008:

- Strategier innen *utvidet indeksering* utnytter forskjeller i verdien mellom nært tilknyttede aksjer. Eksempler på slike situasjoner kan være selskap der aksjene er notert på ulike børser, eller selskap som har ulike aksjeklasser hvor rettighetene er forskjellige. Finanskrisen førte til at risikoramme til mange investorer som tar denne typen posisjoner, raskt ble strammet inn eller trukket tilbake. Mange aktører ønsket å redusere sine posisjoner på samme tidspunkt. Flere av fondets posisjoner i strategien for utvidet indeksering hadde unormalt store prisbevegelser. Banken skriver at de store svingningene førte til at denne typen investeringer hadde et negativt bidrag som utgjør om lag 35 pst. av aksjeforvaltningens mindreakstning.
- *Kapitaltilførsler* er en strategi basert på å utnytte fondets størrelse og langsiktige tidshorisont. Norges Bank deltok i seks kapitalutvidelser i 2008, hvorav to hadde et positivt bidrag. Til sammen bidrar disse posisjonene til å forklare om lag 20 pst. av mindreakstningen innen aksjeforvaltningen.
- *Interne sektormandater* forvaltes av spesialister innenfor utvalgte sektorer. Grunnlaget for

investeringsbeslutningene er såkalt fundamental analyse av enkeltelskap sett i forhold til liknende selskaper innenfor samme næringssektor. Finanskrisen førte til et skifte blant investorer fra å identifisere selskaper som kunne overraske positivt på inntektssiden, til å unngå selskaper som var avhengig av et velfungerende kredittmarked. Dette førte til en betydelig endring i hvilke aksjer som relativt sett ga best avkastning. Samlet hadde de interne sektormandatene et negativt bidrag som utgjør om lag 30 pst. av aksjeporteføljens mindreakstning. Hovedvekten av dette tapet kom fra posisjoner i banksektoren og i USA.

- *Eksterne mandater* forvaltes av spesialister innenfor et enkelt land, en region eller en sektor. Investeringsbeslutningene er basert på fundamental analyse. Samlet forvaltes 19 pst. av verdien i aksjeporteføljen av eksterne forvaltere. De eksterne mandatene for aksjeforvaltningen hadde et negativt bidrag som utgjør om lag 15 pst. av aksjeforvaltningens mindreakstning.

Renteforvaltningen

Banken viser i sin årsrapport til at renteporteføljen hadde en stor undervekt i statsobligasjoner. Da finanskrisen fikk karakter av grunnleggende tillitskrise i det finansielle systemet, var fondet ikke riktig posisjonert. Den aktive forvaltningen av renteporteføljen kan beskrives gjennom fire ulike strategier, som har gitt følgende bidrag til mindreakstningen i renteforvaltningen i 2008:

- Investeringer i *pantesikrede obligasjoner* bidro med om lag 40 pst. av renteforvaltningens negative resultat i 2008. Finanskrisen startet med fall i prisene på verdipapirer som var utstedt med sikkerhet i amerikanske boliglån med lav kredittverdighet. Banken skriver at renteforvaltningen i liten grad var eksponert mot disse verdipapirene. Banken hadde imidlertid en betydelig eksponering i markedet for pantesikrede obligasjoner med høyere kredittkvalitet. Gjennom 2008 falt boligprisene i USA kraftig, og mislighold av lån tiltok. Markedet for pantesikrede obligasjoner så derfor store fall i de underliggende verdiene i fjor.

Boks 5.3 (forts.)

- *Pengemarkedsplasseringer* står for om lag 10 pst. av renteforvaltningens negative resultat i 2008. Norges Bank har lånt ut verdipapirer og reinvestert kontanter som er blitt stilt som sikkerhet ved slike utlån, til en høyere rente i ulike pengemarkedsplasseringer. En del av de underliggende aktiva knyttet til disse plasseringene var knyttet til markedssegmenter som fortsatte å falle betydelig i verdi gjennom 2008.
- *Investeringer i bankobligasjoner* utgjør nær en tredjedel av mindreakkastningen i renteforvaltningen. Norges Bank hadde ved inngangen til 2008 store posisjoner i ulike deler av bankenes kapitalstruktur. Obligasjoner med ulik funksjon i kapitalstrukturen har ulike rettigheter dersom banken går konkurs. Renteforvaltningen i Norges Bank var særlig eksponert mot den mest risikoutsatte delen av bankenes gjeldsfinansiering. I renteforvaltningen ble det bygget opp store posisjoner knyttet til segmentet obligasjoner med fortrinnsrett. Investeringene var i stor grad blitt gjort som et alternativ til å eie statsobli-
- gasjoner. Muligheten til å omsette disse papirene ble kraftig redusert gjennom 2008.
- *Relativ verdi* strategier står for om lag 10 pst. av mindreakkastningen i renteforvaltningen. Renteforvaltningen hadde ved inngangen til 2008 store posisjoner i rentebytteavtaler. Norges Bank hadde i stor grad en struktur der en byttet kontantstrømmer mellom statspapirer og andre obligasjoner med meget høy kredittvurdering. Slike posisjoner vil gi en løpende gevinst under normale markedsforhold. I 2008 steg kreditt- og likviditetspremiene langt mer enn hva som var priset inn i rentebytteavtalene.
- *Investeringer i realrenteobligasjoner* står for om lag 10 pst. av mindreakkastningen i renteforvaltningen. Renteforvaltningen har hatt store posisjoner i en rekke markeder. Særlig har slike posisjoner utgjort en stor del av renteporteføljen i japanske yen. Realrenteobligasjoner faller i verdi når inflasjonsforventningene faller. Utslagene i prisingen på realrenteobligasjoner i japanske yen var betydelig i 2008.

valtning, vil det være naturlig å ta hensyn til eventuelle avvik fra normalitetsantakelsen, jf. nærmere omtale i avsnitt 1.5 og kapittel 6.

Ifølge figur 5.12c, som viser de empiriske kumulative sannsynlighetsfordelingene til differanseavkastningsratene, er minimumsdifferanseavkastningen til fondet beregnet til -1,5 pst. og maksimal månedlig differanseavkastning til 0,4 pst. Figuren illustrerer at differanseavkastningen i 10 pst. av alle månedene har vært lavere enn om lag -0,2 pst. Persentil-diagrammet i figur 5.12d viser at differanseavkastningen til fondet i 10 pst. av månedene har vært mindre eller lik -0,2 pst. Tilsvarende har differanseavkastningen for aksjeporteføljen vært mindre eller lik -0,3 pst., og for renteporteføljen -0,1 pst. i 10 pst. av alle månedene.

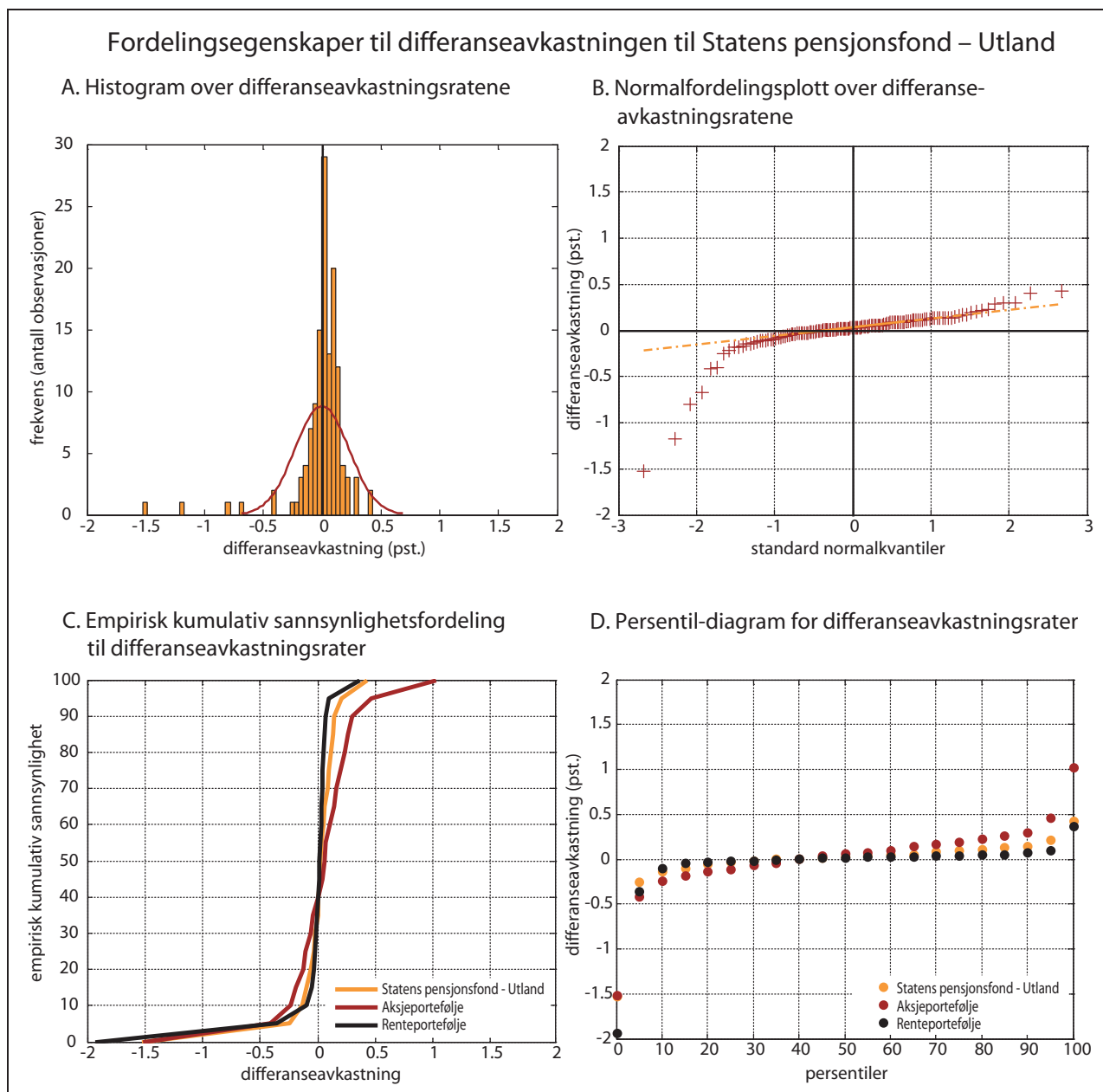
I evalueringen av resultatene i den aktive forvaltningen og i fastsettingen av en risikoramme for aktiv forvaltning (forventet relativ volatilitet) legger en til grunn lineær uavhengighet i risikoen over tid. Det er derfor sentralt å undersøke i hvilken grad differanseavkastningsratene henger sammen over tid. Statistiske tester for autokorrelasjon viser at hypotesen om uavhengighet over

tid i avkastningsratene kan forkastes for fondet totalt og for renteporteføljen hele perioden sett under ett og for de siste fem årene.

5.2.4 Ekstern evaluering av resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Årlig mottar departementet rapporter fra Mercer Investment Consulting, WM Company og CEM Benchmarking Inc. vedrørende forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, jf. boks 5.4 og 5.5. Departementet har gitt Mercer i oppdrag å verifisere og analysere avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland. Mercer viser i årsrapporten for 2008 at deres uavhengige beregninger av avkastning og markedsverdi for fondet stemmer overens med Norges Banks beregninger. I de tilfeller hvor avkastningen ikke stemmer overens med Norges Banks beregninger, har banken gitt tilfredsstillende forklaring på avvikene.

Sammenlikning av Statens pensjonsfond – Utlands resultater med andre store institusjonelle forvaltere er en viktig del av analysene av Norges



Figur 5.12 Fordelingsegenskaper til månedlig differanseavkastning (målt nominelt i kroner) til Statens pensjonsfond – Utland

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Banks aktive forvaltning. I analysene fra CEM og WM Company er differanseavkastningen i Statens pensjonsfond – Utland noe lavere enn for sammenliknbare fond. Slike sammenlikninger blir imidlertid vanskeliggjort ved at muligheten til å skape meravkastning vil variere med hvilke investeringsrammer og -retningslinjer fondene er gitt. Både Statens pensjonsfond – Utland og andre fond har referanseporteføljer som ikke inneholder alle de typer aktiva som fondene potensielt kan investeres i. Det er normalt lettere å oppnå meravkastning i forhold til en slik referanse enn om en skul-

le målt avkastningen mot en mer sammensatt referanse som bedre reflekterer verdiutviklingen i alle typer aktiva fondet kan tenkes å investere i.

Sammenliknbare fond har skapt meravkastning i aktivaklasser som Statens pensjonsfond – Utland ikke er investert i. Sammenlikning av rente- og aksjeforvaltningens meravkastning med andre fonds rente- og aksjeforvaltning gir derfor et bedre bilde av hvordan Norges Bank har lyktes i forhold til andre forvaltere. Den gjennomsnittlige meravkastningen i aksjeforvaltningen har fram til 2008 vært høy sammenliknet med andre fond.

Boks 5.4 Sammenlikning av Statens pensjonsfond – Utlands avkastning og kostnader med store pensjonsfond

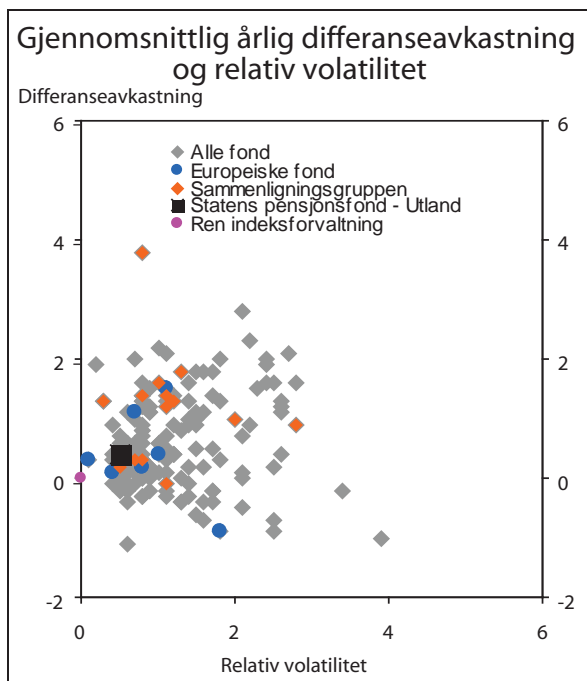
CEM Benchmarking Inc. (CEM) utarbeider på oppdrag fra Finansdepartementet en omfattende årlig rapport som sammenlikner Statens pensjonsfond – Utlands avkastning, differanseavkastning og forvaltningskostnader med andre store fond. Rapporten legges fram i 2. kvartal hvert år. Den siste publiserte rapporten inneholder derfor bare data fram til og med 2007. Sammenlikningsgruppen består av de største fondene i CEM-undersøkelsen (12 amerikanske, 3 kanadiske og 2 europeiske fond). I tillegg sammenliknes fondets avkastning med 25 europeiske fond. Sammenlikningsgruppens medianstørrelse var i 2007 85 mrd. euro. Statens pensjonsfond – Utlands gjennomsnittlige markedsverdi i 2007 var 240 mrd. euro. Datagrunnlaget er basert på egenrapportering fra fondene som kjøper tjenester fra CEM.

Differanseavkastning til og med 2007

En sammenlikning over tid av faktisk avkastning i Statens pensjonsfond – Utland med avkastningen på referanseporteføljen viser hvilken differanseavkastning Norges Bank har skapt. I figur 5.13 vises gjennomsnittlig differanseavkastning og relativ volatilitet for femårsperioden 2003–2007 for Statens pensjonsfond – Utland og de ulike sammenlikningsgruppene. Av figuren ser en at Statens pensjonsfond – Utland, i likhet med flertallet av andre fond, har hatt positiv meravkastning over denne perioden. En ser også at Statens pensjonsfond – Utland skiller seg fra de fleste andre fond ved å ha mindre variasjon i meravkastningen, dvs. lavere relativ volatilitet.

CEM har beregnet at Statens pensjonsfond – Utland i femårsperioden fram til 2007 oppnådde en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,4 prosentpoeng. Til sammenlikning er den mest typiske meravkastningen (medianen) 0,4 prosentpoeng i de europeiske fondene og 1,2 prosentpoeng i sammenlikningsgruppen. Analysene viser samtidig at Statens pensjonsfond – Utlands meravkastning er skapt med betydelig lavere relativ volatilitet enn de andre fondene.

Både sammenlikningsgruppen og de europeiske fondene har skapt meravkastning i aktivklasser som Statens pensjonsfond – Utland ikke er investert i. Sammenlikning av rente- og aksjeforvaltningens meravkastning med andre fonds rente- og aksjeforvaltning gir derfor et bedre bilde av hvordan Norges Bank har lyktes i forhold til andre forvaltere. Den gjennomsnittlige meravkastningen i aksjeforvaltningen i femårsperioden var 1,0 prosentpoeng, mens sammenlikningsgruppens median var 0,6 prosentpoeng. Renteforvaltningens gjennomsnittlige meravkastning i perioden var 0,1 prosentpoeng, mens sammenlikningsgruppens medianavkastning var 0,5 prosentpoeng. Analysene viser også at variasjon i differanseavkastningen for aksjeforvaltningen i Statens pensjonsfond – Utland i perioden fram til 2007 er på linje med hva som er vanlig i andre fond, mens variasjonene i renteforvaltningen er noe mindre enn hva som er typisk for andre fond.



Figur 5.13 Gjennomsnittlig årlig differanseavkastning og realisert relativ volatilitet for Statens pensjonsfond – Utland og andre fond. 2003–2007. Prosent

Kilde: CEM Benchmarking Inc.

Boks 5.4 (forts.)

Forvaltningskostnader til og med 2007

CEM-rapporten viser at Norges Banks totale forvaltningskostnader i 2007 for Statens pensjonsfond – Utland var på 0,094 pst. (dvs. vel 9 basispunkter) av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Med unntak for Statens pensjonsfond – Norge, er dette den laveste forvaltningskostnaden for alle de fondene CEM samler inn data fra. Ettersom de totale forvaltningskostnadene i stor grad reflekterer fondenes aktivasammensetning, og som for Statens pensjonsfond – Utland er et resultat av Finansdepartementets investeringsstrategi, gir slike sammenlikninger ikke et fullgodt bilde av om Norges Banks forvaltning er kostnadseffektiv.

CEM har derfor utarbeidet en kostnadsreferanse basert på aktivasammensetningen for Statens pensjonsfond – Utland. Kostnadsreferansen indikerer hvilke kostnader sammenlikningsgruppen – verdens største pensjonsfond – ville hatt med fondets aktivasammensetning. Analysen viser at de faktiske forvaltningskostnadene i 2007 var 0,02 prosentpoeng lavere enn kostnadsreferansen. Dette skyldes i hovedsak at Norges Bank har valgt mer intern forvaltning enn sammenlikningsgruppen. Intern forvaltning koster langt mindre enn ekstern forvaltning. I tillegg har Norges Bank betalt mindre for ekstern forvaltning enn sammenliknbare fond.

Referanseporteføljens avkastning til og med 2007

Finansdepartementet har fastsatt en referanseportefølje for Statens pensjonsfond – Utland. Analysene til CEM viser at Statens pensjonsfond – Utlands gjennomsnittlige årlige avkastning i referanseporteføljen i femårsperioden fram til 2007 var 8,5 pst. målt i referanseporteføljens valutakurv. Tilsvarende var sammenlikningsgruppens og de europeiske fondenes medianavkastning 13,9 pst. og 10,2 pst., målt i hvert enkelt fonds respektive valuta.

Sammenlikning av totalavkastning mellom fond er vanskelig fordi forskjellige fond har ulik valutasammensetning og referansevaluta. Valutakurssvingninger medfører at avkastningen vil avhenge av hvilken referansevaluta en benytter. I femårsperioden fram til 2007 var eksempelvis avkastningen i fondets referanseportefølje målt mot euro 7,5 pst., mens den var 12,7 pst. målt mot USD.

Forskjellen i referanseporteføljens avkastning vil også være et resultat av ulik aktivaklasse- og regionsammensetning. Statens pensjonsfond – Utland har til nå skilt seg fra andre store pensjonsfond ved en lavere aksjeandel og at fondet ikke er investert i eiendom og unoterte aksjer. CEM har beregnet at dersom de andre fondene hadde fondets aktivaklassesammensetning i femårsperioden fram til 2007, ville den årlige indeksavkastningen blitt redusert med 1,7 prosentpoeng for sammenlikningsgruppen og 2,8 prosentpoeng for de europeiske fondene. Denne differansen er i hovedsak et resultat av at andre fond har hatt høyere allokering til noterte og unoterte aksjer og eiendom. Femårsperioden har vært en historisk god periode for eiendomsmarkedet. For øvrig skiller Statens pensjonsfond – Utland seg også fra andre fond ved at investeringene er spredt på mange markeder og valutaer, mens de fleste av pensjonsfondene i sammenlikningsgruppene har hoveddelen av investeringer i hjemmemarkedene.

Investeringsstrategien som ligger til grunn for referanseporteføljens sammensetning er basert på avveininger av langsiktige forventninger om avkastning og risiko i kapitalmarkedene, jf. kapittel 2. I et slikt perspektiv er en femårsperiode kort. Dersom sammenlikningene hadde blitt gjort for en annen femårsperiode kunne resultatene vært annerledes.

Et sammendrag av analysene for 2007 er publisert på Finansdepartementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf). Rapporten for 2008 vil bli publisert når den foreligger.

WM Performance Services analyser, som også dekker 2008, viser at selv etter betydelig mindreavkastning i 2008 er aksjeporteføljens resultater bedre enn gjennomsnittet av andre fond sett over perioder på tre og fem år. Det er renteporteføljen

som bidrar mest til fondets mindreakkastning. WM Performance Services skriver at sett i forhold til andre fond, renteporteføljens størrelse og spredning over forvaltningsmandater, er renteporteføljens resultater svært svake.

Boks 5.5 Sammenlikning av differanseavkastning i Statens pensjonsfond – Utland med differanseavkastningen i andre fond

WM Performance Services har for 2008 utarbeidet en rapport som sammenlikner differanseavkastningen i Statens pensjonsfond – Utland med institusjonelle fond. Fondene omfatter pensjonsfond, livselskaper og statlige investeringsfond. Den samlede markedsverdien til disse fondene var ved utløpet av 2008 10 500 mrd. kroner.

Datagrunnlaget til WM Performance Services avviker fra CEM-undersøkelsen. CEM dekker eksempelvis ikke fond i Storbritannia, mens dette utgjør hoveddelen av fondene i datagrunnlaget til WM Performance Services. Et annet skille er at fondene i CEM-undersøkelsen har langt høyere gjennomsnittlig markedsverdi.

I figur 5.14 vises gjennomsnittlig differanseavkastning og relativ volatilitet siste tre år for Statens pensjonsfond – Utland og andre fond. I figuren vises også resultatene til de 15 og 50 største fondene. Disse to gruppene hadde i 2008 en gjennomsnittlig markedsverdi på henholdsvis 320 mrd. kroner og 42 mrd. kroner. Til sammenlikning var Statens pensjonsfond – Utlands markedsverdi i fjor, regnet som månedlig gjennomsnitt, 2 063 mrd. kroner.

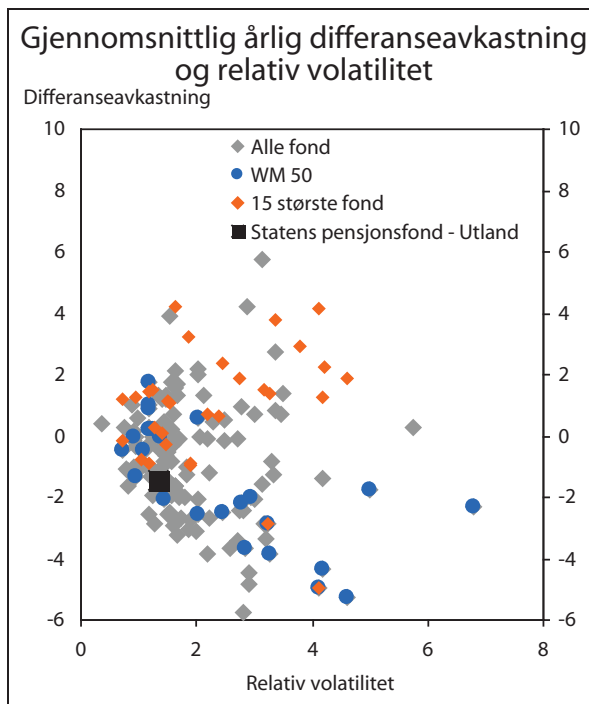
Figuren viser at Statens pensjonsfond – Utland i likhet med flertallet av andre forvaltere, har hatt mindreavkastning i denne perioden. Fondet skiller seg fra flertallet av andre fond ved å ha mindre variasjon i differanseavkastningen, dvs. lavere relativ volatilitet.

WM Performance Services har beregnet at den mest typiske differanseavkastningen (medianen) til alle fondene i undersøkelsen er null for både tre- og femårsperioden fram til utgangen av 2008. For begge disse periodene har differanseavkastningen i Statens pensjonsfond – Utland vært dårligere enn gjennomsnittet for andre fond. Dette er en stor endring fra utgangen av 2007, da fondets differanseavkastning var nært de 25 pst. beste fondene.

Forholdet mellom differanseavkastning og relativ risiko blir ofte beskrevet ved hjelp av informasjonsbrøken (IR). WM Performance Services oppgir at en IR på 0,5 ofte betegnes som god, og peker på at Statens pensjonsfond – Utland inntil nylig har oppnådd en uvanlig høy IR. Avkastningen i de siste seks kvartalene har

imidlertid medført en mindreavkastning på 1,4 prosentpoeng og en økning i den relative volatiliteten fra 0,3 pst. til 1,3 pst. Dette har resultert i at IR de siste tre år var -1,1. WM Performance Services skriver at graden av mindreavkastning er overraskende, sett i forhold til fondets størrelse og graden av risikospredning over mange ulike forvaltningsmandater.

Rapporten fra WM Performance Services inneholder også en sammenlikning av aksje- og renteporteføljens differanseavkastning med andre fond. Analysene viser at selv om aksjeforvaltningen hadde betydelig mindreavkastning i 2008, har aksjeporteføljen skapt meravkastning i både tre- og femårsperioden fram til utgangen av 2008. I begge disse periodene har aksjeforvaltningen skapt høyere differanseavkastning enn gjennomsnittet for andre forvaltere.



Figur 5.14 Gjennomsnittlig årlig differanseavkastning og realisert relativ volatilitet for Statens pensjonsfond – Utland og andre fond. 2006–2008. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og WM Performance Services

Boks 5.5 (forts.)

Det er obligasjonsporteføljen som er den største bidragsyter til fondets mindreakstning. WM Performance Services påpeker at sett i forhold til andre fond, obligasjonsporteføljens størrelse og spredning over forvaltningsmandater, er obligasjonsporteføljens relative avkastning svært dårlig.

I sammenlikningen med andre fond, peker WM på at de fleste store fond blir tilført mindre

enn 5 pst. av inngangsverdien i løpet av et år, mens Statens pensjonsfond – Utland i løpet av 2008 ble tilført nesten 20 pst. av verdien ved begynnelsen av året. WM Performance Services viser til at å investere så mye kapital, både i absolutt forstand og relativt til fondets størrelse, gjør det mer krevende å skape meravkastning.

Rapporten for 2008 er publisert på Finansdepartementets hjemmeside (www.finansdepartementet.no/spf).

5.3 Resultater i Statens pensjonsfond – Norge⁵

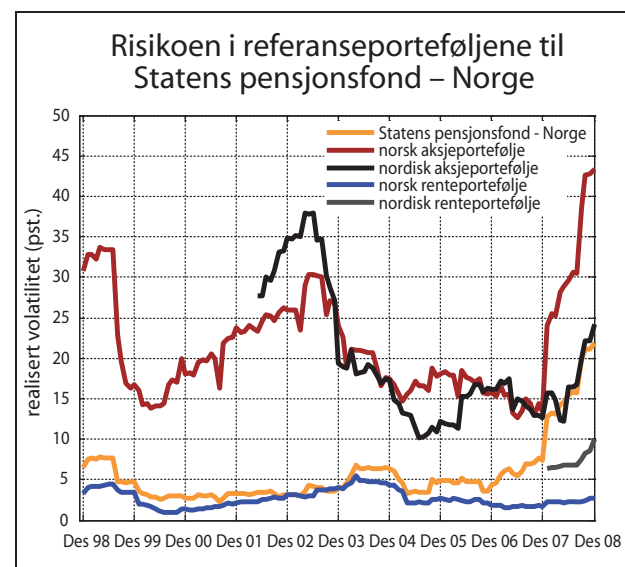
5.3.1 Utviklingen i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge avhenger i stor grad av markedsutviklingen for referanseporteføljen fastsatt av departementet. Referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Norge samlet er satt sammen av fire delreferanser. Den faktiske sammensetningen av referanseporteføljen for aksjer består av indekser fra leverandørene Oslo Børs VPS og VINX, for henholdsvis Norge og Norden (Danmark, Finland og Sverige).⁶ Referanseporteføljen for norske renteplasseringer besto i 2008 dels av en syntetisk indeks som reflekterer utviklingen i det norske obligasjonsmarkedet og dels av rentebærende instrumenter som inngår i indeksen Barclays Capital Global Aggregate Norway. Referanseporteføljen for plasseringer i nordiske renteinstrumenter består av obligasjoner som inngår i indeksen Barclays Capital Global Aggregate Scandinavia.⁷

Avkastningen av og risikoen i fondets referanseportefølje og de fire delreferansene framgår av tabell 5.4. De siste fem årene var gjennomsnittlig avkastning av fondets referanseportefølje 1,7 pst., som er betydelig lavere enn gjennomsnittsavkastningen de siste fem årene ved utgangen av 2007 (11,3 pst.). Dette fallet i gjennomsnittlig årlig avkastning gjenspeiler meget svak avkastning i fjor

(-31,2 pst.) som følge av det kraftige fallet i det norske og nordiske aksjemarkedet. Svak avkastning i 2008 bidrar også i betydelig grad til å trekke ned gjennomsnittlig avkastning i hele perioden sett under ett, fra 7,4 pst. ved utgangen av 2007 til 3,9 pst. ved utgangen av 2008.

De siste fem årene og i hele perioden sett under ett har gjennomsnittlig avkastning i det norske aksjemarkedet vært mer enn 4 prosentpoeng høyere enn avkastningen i det nordiske aksjemarkedet. Samtidig har avkastningen i det norske aksjemarkedet de siste fem årene vært omlag 4 $\frac{3}{4}$ prosentpoeng høyere i gjennomsnitt enn avkastningen i det norske obligasjonsmarkedet. Den høye avkastningen i det nordiske obligasjonsmar-



Figur 5.15 Risikoen i referanseporteføljer til Statens pensjonsfond – Norge. Rullerende tolv måneders standardavvik til avkastningen målt nominelt i kroner 1998–2008. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

⁵ Resultatanalysen er basert på data fra Folketrygdfondet og beregninger med utgangspunkt i disse, gjennomført i departementet.

⁶ Referanseporteføljen består av aksjer som inngår i indeksen Oslo Børs hovedindeks (OSEBX) og VINX Benchmark (VINXV). Den nordiske aksjereferansen ble etablert i 2007.

⁷ Investeringer i nordiske rentepapirer ble startet opp i februar 2007.

Tabell 5.4 Gjennomsnittlig årlig avkastning (aritmetisk) og årlig standardavvik til avkastningen på referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Norge målt nominelt i norske kroner 1998-2008. Prosent^{1 2}

	Hele perioden	Siste fem år	Siste tre år	2008
<i>Referanseporteføljen totalt</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	3,86	1,70	-4,77	-31,22
Standardavvik	8,53	11,70	14,21	21,79
<i>Aksjereferanse - Norge</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	4,91	9,13	-8,22	-65,94
Standardavvik	25,05	25,94	29,52	43,30
<i>Aksjereferanse - Norden</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	0,95	4,79	-6,08	-43,37
Standardavvik	22,87	18,06	19,58	24,19
<i>Rentereferanse - Norge</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,74	4,44	3,85	7,61
Standardavvik	2,92	2,83	2,26	2,73
<i>Rentereferanse - Norden</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	13,27	13,27	13,27	22,66
Standardavvik	8,59	8,59	8,59	9,98

¹ For aksjeinvesteringene i Norden er tidsperioden juni 2001-2008. For renteinvesteringene i Norden er tidsperioden februar 2007-2008.

² Beregnet som aritmetisk gjennomsnitt basert på månedlige avkastningsrater, jf. omtale i avsnitt 5.1.

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

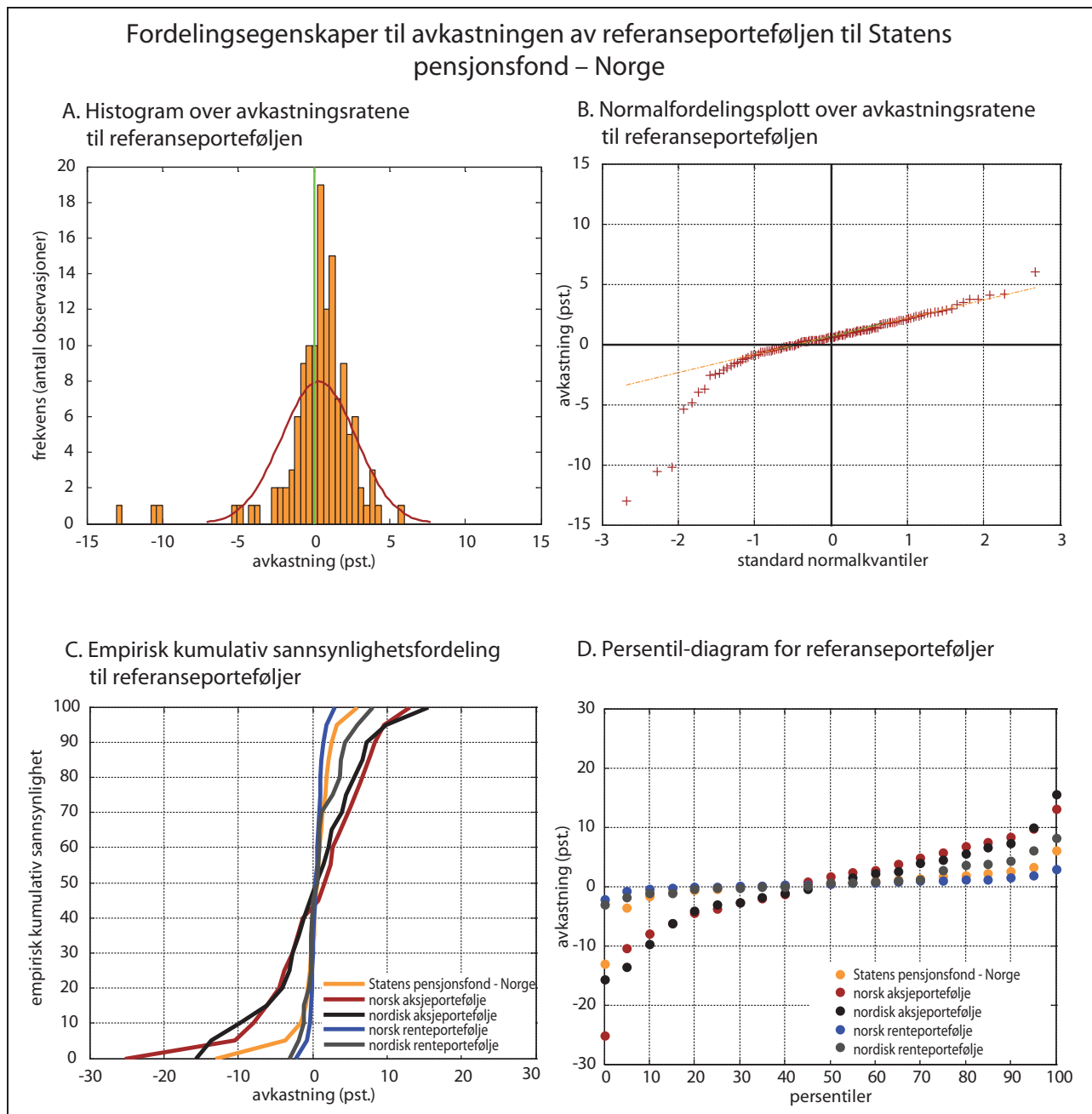
kedet i 2008 skyldes først og fremst en svekkelse av kronen gjennom 2008 mot de valutaer som inngår i referanseporteføljen for nordiske renteplasseringer. Tilsvarende har kronesvekkelsen bidratt til at avkastningen av den nordiske aksjereferansen er vesentlig mindre negativ enn avkastningen i det norske aksjemarkedet.

Risikoen i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge, målt ved standardavviket til avkastningen, har økt betydelig de siste årene, jf. figur 5.15. I siste femårsperiode var årlig risiko 11,7 pst. Dette er vel 3 prosentpoeng høyere enn nivået i hele perioden sett under ett. Volatiliteten i avkastningen av fondets referanseportefølje har først og fremst vært drevet av betydelige svingninger i det norske og nordiske aksjemarkedet.

Svingningene i det norske aksjemarkedet har vært noe høyere enn i det nordiske markedet i hele perioden sett under ett. Denne forskjellen er blitt mer markert de siste årene, og i siste femårsperiode var gjennomsnittlig risiko i det norske aksjemarkedet nærmere 6 prosentpoeng høyere enn i det nordiske markedet. Dette må ses i sammenheng med den betydelige kronesvekkelsen i 2008. Risikoen i den norske rentereferansen har vært relativt lav i hele perioden.

Figur 5.16a viser klare tegn til at avkastningen til fondets referanseporteføljer har vært venstreskjeve og har fete haler, mens figur 5.16b viser tegn til brudd på normalitetsantakelsen. De statistiske testene bekrefter at avkastningsratene er venstreskjev og har fete haler for hele perioden sett under ett og for de to delperiodene 2004-2008 og 2006-2008. Begge testene for normalitet viser videre at hypotesen om normalfordelte avkastningsrater kan forkastes for hele perioden sett under ett og for de to delperiodene (unntatt for delperioden 2006-2008 for en av testene). Samtidig viser test av autokorrelasjon at det er forholdsvis lav grad av tidsavhengighet i avkastningsratene til totalreferansen til fondet.

I tråd med den empiriske kumulative sannsynlighetsfordelingen i figur 5.16c er minimumsavkastningen til fondets referanseportefølje beregnet til om lag -13 pst. og maksimal månedlig avkastning til 6 pst. For den norske og nordiske aksjereferansen er spredningen betydelig større, mens den er mindre for den nordiske rentereferansen. Persentil-diagrammet i figur 5.16d viser at avkastningen til totalreferansen i 10 pst. av månedene har vært mindre eller lik -2,5 pst. Tilsvarende har avkastningen for den norske aksjereferansen vært mindre eller lik -8 pst., og for den norske rentereferansen mindre enn -0,5 pst.



Figur 5.16 Fordelingsegenskaper til månedlig avkastning (målt nominelt i kroner) av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge

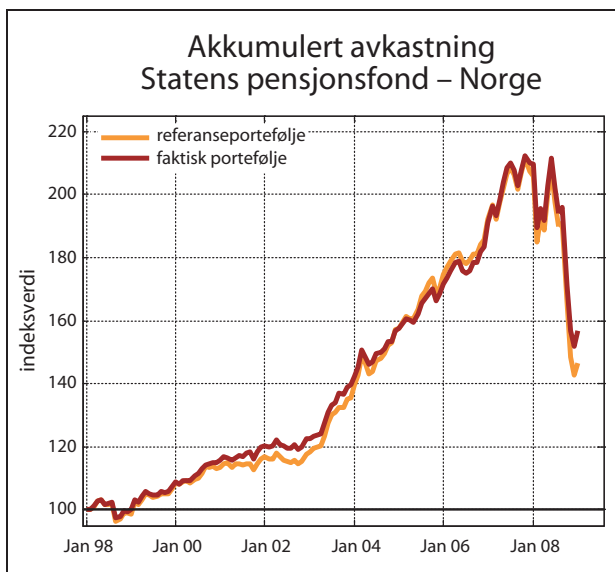
Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

5.3.2 Utviklingen i faktisk portefølje til Statens pensjonsfond – Norge

Den faktiske porteføljen til Statens pensjonsfond – Norge avviker noe fra referanseporteføljen, som i hovedsak kan tilskrives aktive investeringsbeslutninger i Folketrygdfondet. Målet med slike avvik er å oppnå høyere avkastning på den faktiske porteføljen enn på referanseporteføljen innenfor den rammen som er fastsatt for avvik fra referanseporteføljen. Avkastningen av

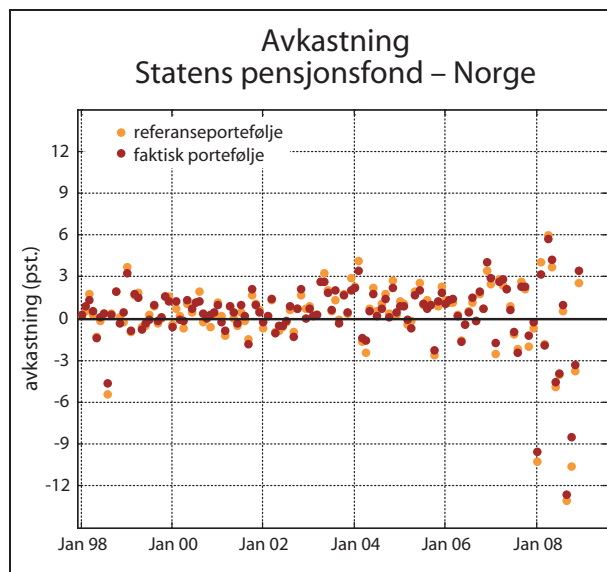
og risikoen i den faktiske porteføljen vil derfor avvike noe fra det som gjelder for referanseporteføljen. Fondets avkastning og risiko framgår av tabell 5.5.

Som det framgår av tabellene 5.4 og 5.5, har den gjennomsnittlige avkastningen av den faktiske porteføljen vært noe høyere enn for referanseporteføljen for hele perioden sett under ett. Dette avviket har blitt større de siste årene, jf. figur 5.17 og 5.18. Samtidig har risikoen i den faktiske porte-



Figur 5.17 Akkumulert avkastning totalt av Statens pensjonsfond – Norge målt nominelt i kroner. Indeks ved utgangen av 1997=100

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet



Figur 5.18 Avkastning av Statens pensjonsfond – Norge og fondets referanseportefølje. Månedlige avkastningstall målt nominelt i kroner. 1998–2008 Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

føljen vært noe lavere enn risikoen i referanseporteføljen, jf. figur 5.19. Dette reflekterer hovedsakelig at risikoen i den norske renteporteføljen i denne perioden har vært betydelig lavere enn risiko-

en i den norske rentereferansen og til lavbeta-profilen til den norske aksjeporteføljen, jf. nærmere omtale i St.meld. nr. 16 (2007-2008).

Tabell 5.5 Gjennomsnittlig årlig avkastning (aritmetisk) og årlig standardavvik til avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge målt nominelt i norske kroner. 1998-2008. Prosent^{1 2}

	Hele perioden	Siste fem år	Siste tre år	2008
<i>Faktisk portefølje totalt</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	4,42	2,55	-2,09	-26,54
Standardavvik.....	7,90	10,86	13,44	20,55
<i>Faktisk aksjeportefølje - Norge</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	6,62	9,88	-4,16	-57,62
Standardavvik.....	23,40	23,96	27,60	40,66
<i>Faktisk aksjeportefølje - Norden</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	1,87	6,41	-3,34	-36,65
Standardavvik.....	22,36	17,19	18,28	22,20
<i>Faktisk renteportefølje - Norge</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,50	4,09	4,21	8,35
Standardavvik.....	2,54	2,36	2,51	3,55
<i>Faktisk renteportefølje - Norden</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	12,71	12,71	12,71	21,72
Standardavvik.....	8,33	8,33	8,33	9,55

¹ For aksjeinvesteringene i Norden er tidsperioden juni 2001-2008. For renteinvesteringene i Norden er tidsperioden februar 2007-2008.

² Beregnet som aritmetisk gjennomsnitt basert på månedlige avkastningsrater, jf. omtale i avsnitt 5.1.

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet



Figur 5.19 Rullerende tolv måneders standardavvik til avkastningen i Statens pensjonsfond – Norge og fondets referanseportefølje målt nominelt i kroner. 1998–2008. Prosent

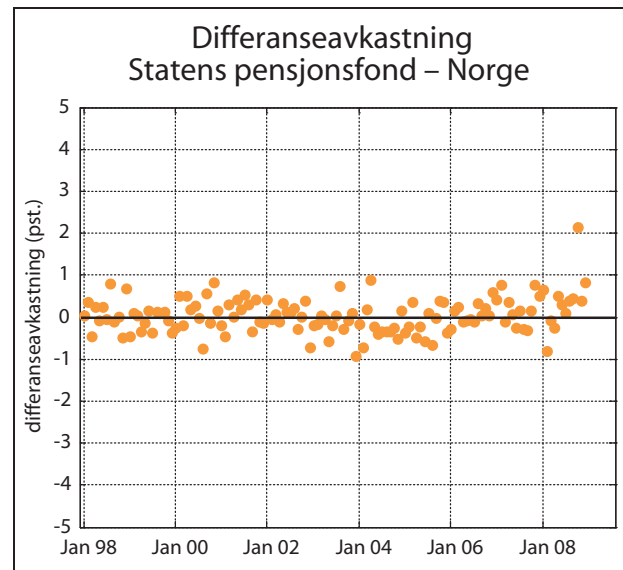
Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

Figurene indikerer at det er beslutningene knyttet til fastsettingen av fondets overordnede investeringsstrategi, som operasjonaliseres gjennom utformingen av referanseporteføljen, som i hovedsak bestemmer både avkastningen og variasjonen i fondets avkastning. Departementets beregninger viser at i underkant av 90 pst. av avkastningen i fondet kan tilskrives de valg som er tatt i utformingen av de overordnede plasseringsrammene for fondet, mens den resterende andel kan tilskrives de investeringsvalg Folketrygdfondet har tatt innenfor de retningslinjer som er fastsatt.

Statistiske tester viser klare tegn til venstreskjevhet og fete haler i avkastningsratene til den faktiske porteføljen for hele perioden 1998–2008 sett under ett og for de to delperiodene 2004–2008 og 2006–2008. Begge testene for normalitet viser videre at hypotesen om normalfordelte avkastningsrater kan forkastes for hele perioden sett under ett og for siste femårsperiode. Det er for øvrig ingen tegn til at avkastningsratene til den faktiske porteføljen er avhengige over tid.

5.3.3 Utviklingen i differanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge

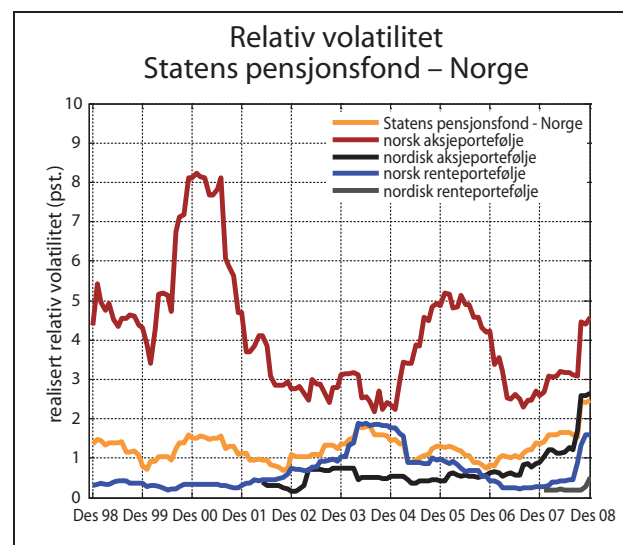
I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge har Folketrygdfondet anledning til å avvike fra referanseporteføljen innenfor en fastsatt ramme for



Figur 5.20 Differanseavkastning av Statens pensjonsfond – Norge. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

forventet relativ volatilitet på 3 prosentpoeng. Både avkastnings- og risikobidraget fra den aktive forvaltningen måles løpende. Tabell 5.6 viser gjennomsnittlig differanseavkastning, standardavviket til differanseavkastningen (realisert relativ volatilitet) og informasjonsbrøken for ulike perioder fordelt på fondet samlet, aksjeporteføljen for henholdsvis Norge og Norden, samt den norske og nordiske renteporteføljen.



Figur 5.21 Utviklingen i realisert relativ volatilitet. Rullerende tolv måneders standardavvik til differanseavkastningen. 1998–2008. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

Tabell 5.6 Differanseavkastningen¹ (aritmetisk) og standardavviket til differanseavkastningen (relativ volatilitet) for Statens pensjonsfond – Norge målt nominelt i norske kroner 1998-2008.² Prosentpoeng og prosent

	Hele perioden	Siste fem år	Siste tre år	2008
<i>Hele porteføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år.....	0,57	0,85	2,68	4,67
Standardavvik.....	1,46	1,69	1,70	2,46
Informasjonsbrøken	0,39	0,51	1,58	1,90
<i>Den norske aksjeforføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år.....	1,71	0,75	4,06	8,32
Standardavvik.....	4,55	4,03	3,93	4,59
Informasjonsbrøken	0,38	0,19	1,04	1,81
<i>Den nordiske aksjeforføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år.....	0,92	1,63	2,74	6,73
Standardavvik.....	1,30	1,51	1,85	2,66
Informasjonsbrøken	0,71	1,07	1,48	2,53
<i>Den norske renteforføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år.....	-0,24	-0,35	0,36	0,75
Standardavvik.....	0,89	1,17	0,95	1,59
Informasjonsbrøken	-0,26	-0,30	0,38	0,47
<i>Den nordiske renteforføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år.....	-0,56	-0,56	-0,56	-0,94
Standardavvik.....	0,41	0,41	0,41	0,52
Informasjonsbrøken	-1,38	-1,38	-1,38	-1,82

¹ Årlig differanseavkastning er beregnet som forskjellen mellom gjennomsnittlig månedlig avkastning av fondet og av referanseporteføljen og annualisert ved å multiplisere med 12. Denne oppgis i tabellen med prosentpoeng. Realisert relativ volatilitet er beregnet som standardavviket til den månedlige differanseavkastningen og annualisert ved å multiplisere med kvadratroten av 12. Den relative volatiliteten oppgis i tabellen med pst.

² Tallene for den nordiske aksjeforføljen er fra perioden mai 2001 til utgangen av 2008. Tallene for den norske renteforføljen er fra perioden fra februar 2007 til utgangen av 2008.

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

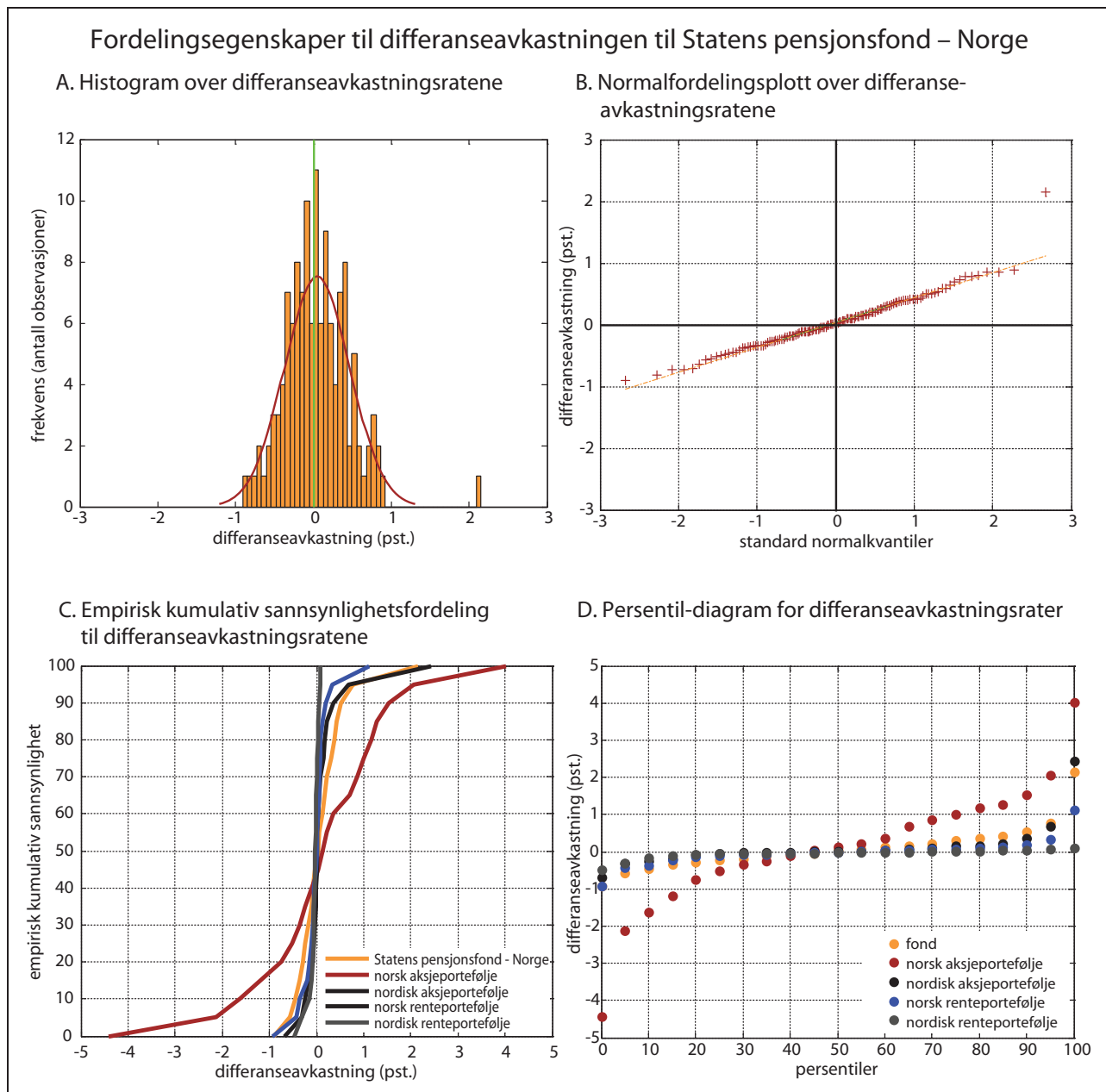
Statens pensjonsfond – Norge har en lang investeringshorisont. Fondet er en langsiktig investor og vil ha en stor portefølje av aksjer i det norske markedet. I tråd med dette legger departementet i oppfølgingen av Folketrygdfondets resultater vekt på utviklingen i differanseavkastningen over tid.

Folketrygdfondet har oppnådd en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,57 prosentpoeng i perioden 1998-2008 sett under ett. Det har vært betydelige variasjoner i differanseavkastningen over tid, jf. figur 5.20. Meravkastningen har vært spesielt høy de tre siste årene, noe som først og fremst skyldes gode resultater innen aksjeforvaltningen.

Tabell 5.6 viser at informasjonsbrøken har vært positiv for hele perioden sett under ett (0,39) samt i siste fem- og treårsperiode. I avsnitt 5.2.3 er det gjort nærmere rede for at informasjonsbrøken må tolkes varsomt og at den vil kunne variere mellom ulike aktive forvaltningsstiler.

Siden Folketrygdfondet i 2001 begynte å investere i det nordiske aksjemarkedet, har den aktive forvaltningen av den nordiske aksjeforføljen samlet sett bidratt med en positiv meravkastning. I forvaltningen av både den norske og nordiske renteforføljen er det oppnådd mindreamkastning for hele perioden sett under ett og i siste femårsperiode, mens det i siste treårsperiode er oppnådd meravkastning i den norske renteforføljen.

Utviklingen i realisert relativ volatilitet for totalporteføljen framgår av figur 5.21. Realisert relativ volatilitet har variert mellom 0,8 pst. og 2,5 pst. Det høyeste nivået ble oppnådd i løpet av 2008. For hele perioden sett under ett beregnes realisert relativ volatilitet til 1,46 pst. Det framgår av figuren at nivået på relativ volatilitet har vært klart størst for den norske og nordiske aksjeforføljen. Mye av denne risikoen kan tilbakeføres til en beta som er noe forskjellig fra én for den norske



Figur 5.22 Fordelingsegenskaper til månedlig differanseavkastning til Statens pensjonsfond – Norge

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

aksjeporteføljen, jf. redegjørelse i St.meld. nr. 16 (2007-2008).

Fondets samlede relative volatilitet for hele perioden er lavere enn det vektete gjennomsnitt av den relative volatiliteten i aksje- og renteporteføljene, som skyldes relativt lav samvariasjon mellom differanseavkastningsratene i aksje- og renteforvaltningen. Samvariasjonen mellom differanseavkastningen på den norske aksjeporteføljen og den norske renteporteføljen var 0,18 i hele perioden sett under ett, mens samvariasjonen mellom differanseavkastningen på den norske og den nor-

diske aksjeporteføljen var 0,36 i samme periode. Samtidig har samvariasjonen mellom den norske renteforvaltningen og den nordiske aksjeforvaltningen vært relativt lav (0,09) i perioden. Samvariasjonen mellom den norske og den nordiske renteforvaltningen var negativ (-0,36).

Histogrammet i figur 5.22a viser tegn til at differanseavkastningen til fondet har vært høyreskjev og har fete haler. Det framgår av figur 5.22b at det også er tegn til brudd på normalitetsantakelsen. Statistiske tester bekrefter høyreskjevhet og fete haler i differanseavkastningsra-

Boks 5.6 Sammenlikning av avkastning og kostnader i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge med andre pensjonsfond

CEM Benchmarking Inc. (CEM) har på oppdrag fra Finansdepartementet utarbeider en omfattende årlig rapport som sammenlikner Statens pensjonsfond – Norges differanseavkastning og forvaltningskostnader med andre store fond. Sammenlikningsgruppen består av pensjonsfond med tilsvarende størrelse på den interne aksjeforvaltningen som Statens pensjonsfond – Norge (9 amerikanske og 8 europeiske fond). I tillegg sammenliknes fondets meravkastning med 25 europeiske fond. Sammenlikningsgruppens medianstørrelsen var 29 mrd. euro. Statens pensjonsfond – Norges gjennomsnittlige markedsverdi i 2007 var på 15 mrd. euro. Datagrunnlaget er basert på egenrapportering fra fondene som kjøper tjenester fra CEM. Fordi Statens pensjonsfond – Norge skiller seg CEMs andre fond gjennom hovedsakelig å være investert i Norge, gir det lite mening å sammenlikne fondets totalavkastning med andre fond. Sammenlikning av forvaltningskostnadene og meravkastningen blir også vanskelig gjort av Statens pensjonsfond – Norge på flere områder avviker fra andre fond.

Differanseavkastning til og med 2007

En sammenlikning over tid av faktisk avkastning i Statens pensjonsfond – Norge med avkastningen på referanseporteføljen viser hvilken differanseavkastning Folketrygdfondet har skapt. CEM har beregnet at Statens pensjonsfond – Norge i toårsperioden fram til 2007 oppnådde en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 1,8 prosentpoeng. Til sammenlikning er den mest typiske meravkastningen (medianen) 1,6 prosentpoeng i sammenlikningsgruppen og 0,6 prosentpoeng i de europeiske fondene. Både sam-

menlikningsgruppen og de europeiske fondene har skapt hoveddelen av meravkastningen i aktivaklasser som Statens pensjonsfond – Norge ikke er investert i.

Forvaltningskostnader til og med 2007

CEM-rapporten viser at Folketrygdfondets totale forvaltningskostnader i 2007 for Statens pensjonsfond – Norge var på 0,049 pst. av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Dette er den laveste forvaltningskostnaden for alle de fondene CEM samler inn data fra. Ettersom de totale forvaltningskostnadene i stor grad reflekterer fondenes aktivasammensetning, som for Statens pensjonsfond – Norge er et resultat av Finansdepartementets investeringsstrategi, gir slike sammenlikninger ikke et fullgodt bilde av om Folketrygdfondets forvaltning er kostnads effektiv.

CEM har derfor utarbeidet en kostnadsreferanse basert på aktivasammensetningen for Statens pensjonsfond – Norge. Kostnadsreferansen indikerer hvilke kostnader sammenlikningsgruppen ville hatt med Statens pensjonsfond – Norges aktivasammensetning. Analysen viser at de faktiske forvaltningskostnadene i 2007 var hele 0,079 prosentpoeng lavere enn kostnadsreferansen. Dette skyldes i hovedsak at Folketrygdfondet fullt ut baserer seg på intern forvaltning. Intern forvaltning koster klart mindre enn ekstern forvaltning. I tillegg har Folketrygdfondet lavere forvaltningskostnader for den interne forvaltningen enn sammenliknbare fond.

Et sammendrag av analysene for 2007 er publisert på Finansdepartementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

tene for fondet totalt i hele perioden og i begge delperiodene 2004-2008 og 2006-2008. Resultatet drives først og fremst av svært høy meravkastning i én måned (oktober 2008). Den ene testen for normalitet viser at hypotesen om normalfordelte differanseavkastningsrater kan forkastes for fondet totalt. Det er videre klare indikasjoner på brudd på normalitetsantakelsen i differanse-

avkastningsratene for den nordiske aksjeporteføljen og begge de to renteporteføljene. Tester av autokorrelasjon viser videre at nullhypotesen om uavhengighet over tid i differanseavkastningsratene ikke kan forkastes for noen av periodene eller delporteføljene, med unntak av den nordiske aksjeporteføljen i delperioden 2004-2008.

5.3.4 Ekstern evaluering av resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

Fra 2008 mottar departementet rapporter fra CEM Benchmarking Inc. vedrørende forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, jf. boks 5.6. Sammenlikning av Statens pensjonsfond – Norges resultater med andre store institusjonelle forvalte-

re er en viktig del av analysene av Folketrygdfondets aktive forvaltning. I analysene fra CEM er meravkastningen i Statens pensjonsfond – Norge noe høyere enn for sammenliknbare fond. Slike sammenlikninger blir imidlertid vanskeliggjort ved at muligheten til å skape meravkastning vil variere med hvilke investeringsrammer og -retningslinjer fondene er gitt.

6 Rammeverk og oppfølgingsregime

Statens pensjonsfond består av to delporteføljer: Statens pensjonsfond – Norge og Statens pensjonsfond – Utland. Rammeverket for forvaltningen av fondet må tilpasses de særlige forhold som gjelder for hver delportefølje, blant annet fondsvolum, tilførsel av midler, investeringsstrategi og organisatoriske forhold. Departementet arbeider løpende med å videreutvikle bestemmelsene i rammeverket i tråd med beste praksis internasjonalt.

6.1 Rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Statens pensjonsfond – Utland reguleres av følgende regelsett (se også vedlegg 1):

- Lov 21. desember 2005 nr 123 om Statens pensjonsfond
- Forskrift 22. desember 2005 om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland
- Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland
- Forvalteravtale mellom Norges Bank og Finansdepartementet av 12. februar 2001.

I tillegg kommer lov om Norges Bank og pengevesenet 24. mai 1985 nr. 28. Loven regulerer ikke direkte forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, men setter rammer for sentralbankens organisasjon og ansvarsfordelingen mellom bankens organer. Den danner derfor en organisatorisk ramme for Norges Bank også som kapitalforvalter.

Løpende forbedringer i rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland har, sammen med videreutvikling av fondets investeringsstrategi, en sentral plass i departementets arbeid med Statens pensjonsfond – Utland. Finansdepartementets investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland omfatter både den strategiske referanseporteføljen og rammer for Norges Banks aktive forvaltning. Strategien fastlegges med utgangspunkt i eiernes risikotoleranse og særtrekk ved Statens pensjonsfond – Utland som lang investeringshorisont, stor tilflyt av kapital, rollen som ansvarlig investor og valgt organisasjonsmodell, jf. kapittel 2. Ettersom alle investe-

ringene foretas i utlandet, vil forvaltningen av fondet måtte tilpasses de til enhver tid gjeldende bestemmelsene for utenlandske markedsplasser.

Det er et krevende arbeid å sikre at rammeverket utvikler seg i takt med investeringsstrategien, veksten i fondskapitalen samt internasjonal utvikling innen rammeverk og tilsynsmetodikk for store kapitalforvaltere. I fjorårets melding om forvaltningen av Statens pensjonsfond beskrev departementet resultatene av en gjennomgang av internasjonalt anerkjente standarder og beste markedspraksis for risikostyring innen kapitalforvaltning, jf. kapittel 5 i St.meld. nr. 16 (2007-2008). Beskrivelsen av beste markedspraksis var basert på en referansegruppe bestående av flere store fond og investeringsbanker.

Synet på hvilke institusjoner som representerer beste praksis for risikostyring innen kapitalforvaltning er i endring. Noen av de institusjonene som allment ble ansett for å være ledende innen risikostyring, har senere fått store problemer og har vært nødt til å be om statlige støttetiltak. Det er derfor sannsynlig at de internasjonale normene for risikostyring vil endre seg framover. Dette vil også ha betydning for departementets videreutvikling av regelverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.

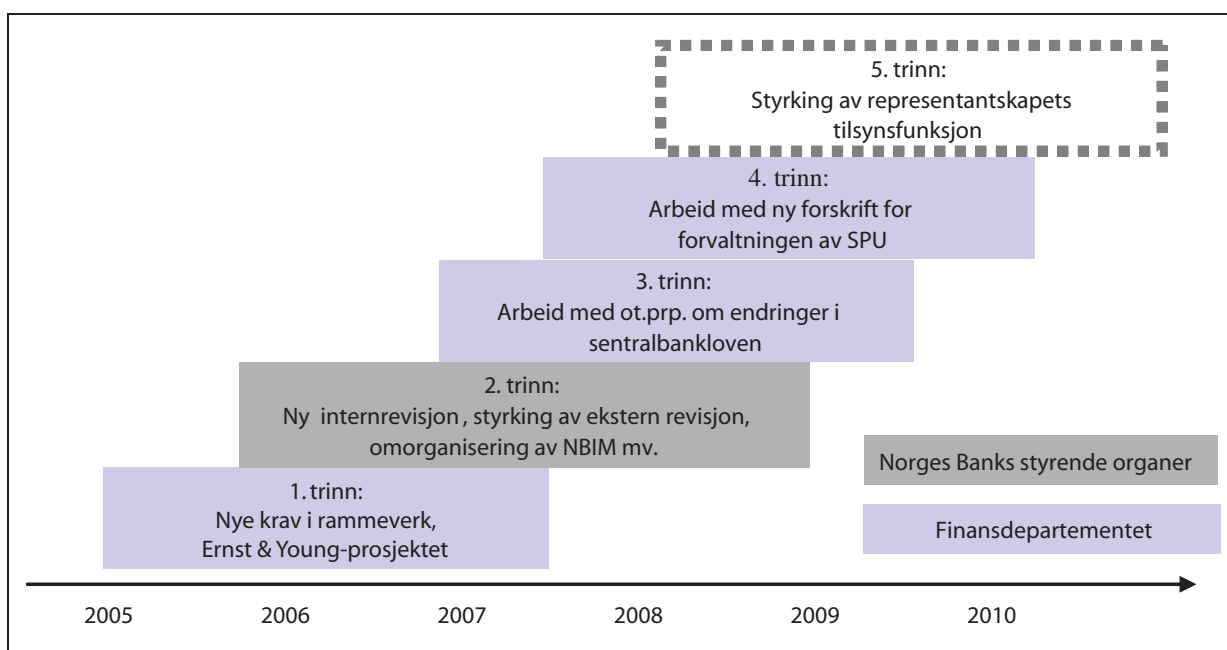
I tråd med omtalen i Nasjonalbudsjettet 2006 er det blitt lagt opp til en prosess i flere trinn for å videreutvikle både Statens pensjonsfond – Utlands rammeverk og oppfølgingsregime, jf. boks 6.1.

6.2 Oppfølging av rammeverkets krav til risikostyring og kontroll

Ansvar til Norges Banks styrende organer

Hovedstyret har den utøvende myndigheten i banken, jf. sentralbankloven § 5 første ledd. Den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland er delegert til Norges Bank, og utføres av en egen avdeling i banken, Norges Bank Investment Management (NBIM). Hovedstyret har ansvar for at kapitalforvaltningen drives i samsvar

Boks 6.1 Tiltak for å videreutvikle rammeverk og oppfølgingsregime for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland



Figur 6.1 Oversikt over tiltak for å videreutvikle rammeverk og oppfølgingsregime for Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland

Tabell 6.1 Nærmere beskrivelse av tiltak for å videreutvikle rammeverket og oppfølgingsregime for Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland

Trinn	Tiltak
1. trinn (departementet)	<p><i>Rammeverk:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – Nye krav til Norges Banks verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko som ble innført med virkning fra 1. januar 2006, jf. omtale i avsnitt 3.5.2.4 i Nasjonalbudsjettet 2006. – Finansdepartementets gjennomgang av beste markedspraksis for risikostyring gitt frihetsgradene for aktiv forvaltning, i samarbeid med en ekstern konsulent (Ernst & Young), jf. omtale i kapittel 5.3 i St.meld. nr. 16 (2007-2008). <p><i>Oppfølgingsregime:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – Finansdepartementets gjennomgang av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland i samarbeid med en ekstern konsulent (Ernst & Young), jf. omtale i kapittel 5.4 i St.meld. nr. 16 (2007-2008).
2. trinn (bankens styrende organer)	<p><i>Organisering, internkontroll og revisjon/tilsyn:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – Opprettelse av hovedstyrets revisjonskomité, ny internrevisjon under hovedstyret, engasjement av revisjonsselskapet Deloitte for å styrke ekstern revisjon av bankens forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland og representantskapets tilgang til kompetanse innen tilsyn med kapitalforvaltningen, omorganisering av NBIM, ny struktur for interne investeringsmandater og nytt rammeverk for risikostyring internt i NBIM, jf. representantskapets og hovedstyrets omtale i Norges Banks årsrapport for 2007 og hovedstyrets omtale i årsrapporten for bankens forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland i 2008.

Boks 6.1 (forts.)

Tabell 6.1 Nærmere beskrivelse av tiltak for å videreutvikle rammeverket og oppfølgingsregimet for Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland

Trinn	Tiltak
3. trinn (departementet)	<p><i>Rammeverk:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – Ot.prp. om endringer i sentralbankloven, bl.a. ny regnskaps- og revisjonsordning, nye bestemmelser om bankens styrende organer, ny forskrift om bankens internkontroll, avklaring av rolledeling mellom departementet og representantskapet for oppfølging av bankens forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland, jf. omtale i avsnitt 6.4 nedenfor og i Ot.prp nr. 58 (2008-2009) om endringer i sentralbankloven. – Utkast til ny forskrift om regnskaps- og bokføringsregler for Norges Bank sendes på høring i løpet av 2009. – Ny forskrift om Norges Banks internkontroll som vil ta utgangspunkt i Kredittilsynets forskrift om risikostyring og internkontroll (22. september 2008 nr. 1080). Det legges opp til en høringsrunde i løpet av 2009, jf. også omtale i avsnitt 6.4. <p><i>Oppfølgingsregime:</i></p> <p>Forslag om at representantskapet velger en ekstern revisor med stor faglig kompetanse innen kapitalforvaltning, slik at revisor også kan utføre attestasjonsoppdrag som en del av representantskapets tilsyn/ departementets oppfølging. jf. omtale i avsnitt 6.4 og i Ot.prp nr. 58 (2008-2009) om endringer i sentralbankloven.</p>
4. trinn (departementet)	<p><i>Rammeverk:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – Ny forskrift om forvaltningen av SPU med mer presis risikoramme for aktiv forvaltning. Departementet vil stille strengere krav til bankens strategiplaner og risikostyring for kapitalforvaltningen og pålegge banken utvidede rapporteringskrav. Santiago-prinsippene for statlige investeringsfond vil bli innarbeidet i rammeverket, jf. omtale i avsnittene 1.5.5. – Utkast til ny forskrift om forvaltningen av SPU sendes ut på høring våren 2009. Planlagt ikrafttredelse: 1. januar 2010. Jf. også omtale i avsnitt 6.5.
5. trinn (bankens styrende organer)	<p><i>Oppfølgingsregime:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – Styrking av representantskapets sekretariat for oppfølging. Utforming av konkrete attestasjonsoppdrag til bankens eksterne revisor. Finansdepartementet foreslår at slike oppdrag utformes ut fra behovet til både representantskapet og departementet.

Kilde: Finansdepartementet

med lov, forskrift og de utfyllende bestemmelsene som Finansdepartementet har fastsatt.

Dagens rammeverk for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland gir Norges Bank anledning til å investere på en måte som avviker fra en ren indeksering av referanseporteføljen («passiv forvaltning»), dersom det kan dokumenteres at banken minst følger internasjonalt anerkjente standarder og metoder for risikostyring av slike posisjoner («aktiv forvaltning»):¹

«Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Fondet kan ikke investeres i markeder, aktivklasser eller instrumenter dersom oppfyllelse av disse kravene ikke kan dokumenteres, (...).»

En av hovedstyrets viktigste oppgaver innen den operative kapitalforvaltningen består dermed i løpende å overvåke Norges Banks evne til å måle og styre risiko, og å påse at det til enhver tid tillatte investeringsuniverset (med hensyn til både markeder/valutaer og instrumentbruk) er avgrenset slik at de kvalitative kravene i rammeverket for forvaltningen av fondet er oppfylt.

Det framgår videre av sentralbankloven § 5 tredje ledd at

«Representantskapet fører tilsyn med bankens drift og at reglene for bankens virksomhet blir fulgt.»

Representantskapet skal derfor også påse at Norges Bank følger påleggene i rammeverket for Statens pensjonsfond – Utland. Representantskapet har 15 medlemmer som alle velges av Stortinget, jf. sentralbankloven § 7. Representantskapet avgir årlige uttalelser til Stortinget om hovedstyrets protokoller og tilsynet med banken. For perioden 1998–2002 har representantskapet kun avgitt uttalelser om hovedstyrets protokoller. Fra og med 2003 har representantskapet også avgitt en eksplisitt uttalelse om tilsynet med bankens drift. Representantskapet har ikke avdekket forhold knyttet til bankens virksomhet som ble gjenstand for særskilte bemerkninger i de årlige uttalelsene.

Sentralbanklovens regler om bankens styrende organers oppgaver er meget kortfattede, og presiserer ikke nærmere hva hovedstyrets utøvende myndighet går ut på eller hva som ligger i

representantskapets tilsynsansvar for bankens drift. Etter departementets vurdering bør organenes tilsyns- og kontrollansvar tydeliggjøres i loven, jf. avsnitt 6.4.

Finansdepartementets oppfølging av Norges Banks operative forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland

Etter lov om Statens pensjonsfond § 2 forvalter Finansdepartementet Statens pensjonsfond – Utland. Et solid rammeverk og gode oppfølgingsrutiner overfor Norges Bank er en forutsetning for at Finansdepartementet skal kunne følge opp dette forvalteransvaret.

I forbindelse med endringene i rammeverket som trådte i kraft 1. januar 2006, herunder de økte frihetsgradene i den aktive forvaltningen, varslet Finansdepartementet at det også ville bli brukt eksterne konsulenter i oppfølgingen av Norges Banks kapitalforvaltning. I Nasjonalbudsjettet 2006 heter det blant annet:

«Norges Bank driver spesialisert forvaltning. Departementet skal gjennom å stille krav til rapportering lettere kunne identifisere områder der en ved hjelp av ekstern ekspertise kan evaluere Norges Banks overholdelse av påleggene i rammeverket. Departementet legger opp til regelmessige, omfattende gjennomganger av forvaltningen og spesielt risikostyringen til Norges Bank i samarbeid med konsultantselskaper med egnet spesialkompetanse. Departementet vil i egnede dokumenter rapportere om dette til Stortinget».

Høsten 2006 ble det første prosjektet for risikobasert oppfølging av Norges Banks kapitalforvaltning, basert på de nye kravene i rammeverket, igangsatt. Departementet har i St.meld. nr. 16 (2007-2008) redegjort for innholdet i konsultantselskapet Ernst & Youngs sluttrapport og bankens kommentarer. Det framgikk av redegjørelsen at Norges Bank i tidsrommet 2006-2008 har gjennomført en rekke prosjekter for å videreutvikle bankens risikostyring, blant annet:

- opprettelse av en revisjonskomité for hovedstyret,
- opprettelse av en egen internrevisjon,
- styrking av ekstern revisjon gjennom samarbeid med revisjonsselskapet Deloitte,
- omorganisering av NBIM,
- vesentlig styrking av den uavhengige risikostyringsfunksjonen i NBIM,
- nytt rammeverk for operasjonell risiko og

¹ Jf. første avsnitt i punkt 4 *Krav til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko* i Finansdepartementets utfyllende bestemmelser om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.

- prosjekter for implementering av nye systemer for motpartsrisiko og for prising og verifisering av posisjoner uavhengig av de som foretar investeringsbeslutninger.

Det vises i denne sammenheng til Representant­skapets brev 13. desember 2007 hvor det heter at:

«representantskapet vil som ledd i sitt tilsyn følge med på hovedstyrets videre arbeide med utgangspunkt i rapporten.»

6.3 Nærmere om departementets risikobaserte oppfølging av Norges Banks kapitalforvaltning i 2008

6.3.1 Departementets oppfølging av bankens prosjekter for å videreutvikle risikostyringen

Departementet følger opp den operative forvaltningen blant annet gjennom regelmessige møter med Norges Bank. I tillegg blir det ved behov innhentet skriftlige redegjørelser om enkeltområder innen bankens forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland. I 2008 har departementet særlig fokusert på å følge opp status for bankens pågående prosjekter for å styrke risikostyringen innen kapitalforvaltningen, jf. nærmere redegjørelse i avsnitt 6.2. Finansdepartementet ba i brev av 20. oktober 2008 om en skriftlig orientering om dette arbeidet. I brevet ble banken spesielt bedt om å kommentere følgende punkter:

Verdivurdering

Det ble bedt om status for prosjektet «*uavhengig verdivurdering*» i lys av bankens tidligere omtale i brev til Finansdepartementet av 19. desember 2007, jf. vedlegg 6 i St.meld. nr 16 (2007-2008):

«NBIM gjennomfører for tiden et prosjekt for å oppnå en verdivurdering som er mest mulig uavhengig fra de som gjennomfører investeringsbeslutninger. Gjennom dette prosjektet, «Uavhengig verdivurdering», skal NBIM sikre at alle beholdninger prises eller verifiseres av aktører uavhengig av NBIM og eksterne forvaltere. RPA vil likevel ha den endelige beslutningsmyndighet av verdifastsettelsen ved månedsslutt. NBIM har valgt en modell hvor alle beholdninger blir kanalisert fra ekstern regnskapsfører gjennom en priskoordinator. Priskoordinatoren foretar selv verdivurdering av instrumenter definert som «enkle å prise». De verdipapirer som defineres som «kompliserte», sendes videre til en av de ek-

sterne prisleverandørene som velges. NBIM tar sikte på å slutføre kontraktene med de aktuelle leverandørene innen utgangen av 2007. Deretter settes oppdragene i produksjon i to omganger i løpet av 2008.»

Avgrensning av markeds-, kreditt- og motpartsrisiko

I bankens brev til Finansdepartementet av 19. desember 2007 vises det til bankens tidligere anbefaling i brev av 11. mars 2005 om hvordan kreditt­risiko bør styres:

«Det er allerede etablert rammer og målemetode for markedsrisiko. Norges Bank foreslår at deler av kreditt­risikoen styres implisitt ved fastsettelse av markedsrisikorammen og måles tilsvarende. Videre foreslår Norges Bank at styringskrav til den gjenværende delen av kreditt­risikoen (motpartsrisikoen) fastsettes separat med tilhørende målemetode.»

Norges Bank ble i brev av 20. oktober 2008 bedt om å opplyse om banken, i lys av den pågående krisen i de internasjonale kredittmarkedene og bankens mindreakkastning innen aktiv forvaltning av obligasjonsporteføljen det siste året, fortsatt anbefaler departementet at all potensiell kreditt­risiko innenfor dagens investeringsunivers til Statens pensjonsfond – Utland, med unntak av motpartsrisiko, kun bør styres implisitt gjennom den fastsatte markedsrisikorammen på forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng.

Kreditt­risiko

Departementet ba Norges Bank om å beskrive tiltakene som er iverksatt og/eller gjennomført for å bedre den interne styringen av kreditt­risiko, jf. bankens brev til Finansdepartementet av 19. desember 2007:

«Norges Bank slutter seg til anbefalingen om en ytterligere detaljering av måleparametre for kreditt­risiko i retningslinjer fastsatt av leder for NBIM. I takt med utvidelsen av investerings­universet og instrumentbredden for fondet er det naturlig at supplerende risikoindikatorer utvikles i oppfølgingen av kreditt­risiko, herunder stresstester.»

Motpartsrisiko

I tråd med bankens anbefaling i brev av 11. mars 2005 har departementet fastsatt følgende krav til håndtering av motpartsrisiko, jf. punkt 4.2.2. i de

utfyllende bestemmelsene om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland som trådte i kraft 1. januar 2006:

«Norges Bank skal ha betryggende rutiner og systemer for utvelgelse og evaluering av motparter. Oppfølgingssystem og målefrekvens for kontroll av motpartsrisiko, herunder krav til minimum kredittvurdering og eksponeringsrammer, skal følge beste praksis på området.»

Departementet ba Norges Bank opplyse om status og framdriftsplan for arbeidet med å forbedre systemet for måling av motpartsrisiko, jf. Norges Banks brev til Finansdepartementet av 19. desember 2007:

«RPA har også satt ned en prosjektgruppe som jobber med et nytt risikosystem for måling og styring av motpartsrisiko. Systemet skal være i henhold til beste markedspraksis. I dag benyttes RiskManager (RiskMetrics) til måling av markedsrisiko, og prosjektet har som målsetting at samme system skal benyttes til måling av motpartsrisiko. Det kan imidlertid bli aktuelt også å vurdere andre systemer. NBIM tar sikte på å fullføre prosjektet i løpet av første halvår 2008. Det nye systemet vil innebære en mer omfattende og tidsriktig motpartsrisikooppfølging. Dagens måling og oppfølging gir etter Norges Banks syn en forsvarlig håndtering av motpartsrisiko, men er ikke helt på nivå med beste praksis internasjonalt.»

Operasjonell risiko

Banken varslet i brev til Finansdepartementet av 19. desember 2007 om følgende tiltak:

«Internrevisjonen vil i løpet av 2008 revidere NBIMs system for styring av operasjonell risiko. Formålet med en slik revisjon vil være å bekrefte at systemet som nå er etablert, er i overensstemmelse med beste praksis på området.»

Departementet ba banken orientere om en slik revisjon av NBIMs system for operasjonell risiko var blitt gjennomført i 2008 og om bankens internrevisjon i så fall har bekreftet at beste praksis på området følges.

Regelmessige egnevalueringer

Regelmessige egnevalueringer brukes i økende grad innenfor risikobasert tilsyn med kapitalforvaltere. Det vises i denne sammenheng blant an-

net til skjemaet for egnevalueringer som Kredittilsynet bruker innen risikobasert tilsyn med norske banker som er underlagt internkontrollforskriften. I forbindelse med Ernst & Young-prosjektet ble det utarbeidet et spørreskjema for bankens egnevaluering av forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Departementet ba banken opplyse om hovedstyret nå foretar regelmessige egnevalueringer av bankens kapitalforvaltning, for eksempel med utgangspunkt i ett av de ovennevnte skjemaene.

6.3.2 Norges Banks orientering til departementet

Norges Bank har i brev av 12. februar 2009 til Finansdepartementet gitt en oversikt over status for arbeidet med å styrke bankens risikostyring innen kapitalforvaltningen.

Omorganisering og ny styringsstruktur

Banken har i 2008 gjennomført tiltak for å bedre organisasjons- og styringsstruktur innen Norges Bank Investment Management («NBIM»):

«Ny organisering av NBIM ble iverksatt fra 1. mars 2008. Formålet var dels å styrke og renyndyrke investeringsfunksjonene, og dels å styrke de overordnede kontrollfunksjoner. Vi har gjennomført et klart skille mellom avdelinger som har ansvar for investeringsbeslutninger og avdelinger som har ansvar for operative funksjoner og kontrollfunksjoner. Vi har skilt ansvaret for gjennomføring av handler i markedene («trading») fra ansvaret til porteføljevalterne, slik at de som tar investeringsbeslutningene ikke selv utfører handlene i markedene. Rolledelingen på dette nivået, med retningslinjer bygget inn i handelssystemene, vil være et effektivt vern mot risiko for feil eller mislighold på enkeltindividnivå.

NBIM har ved rekruttering og ny organisering styrket kontrollfunksjonene. Vi har bygget opp en enhet for overvåking av markedsrisiko, kredittrisiko og motpartsrisiko på tvers av investeringsenhetene. Denne enheten er nå lokalisert fysisk nærmere de ansatte som står for den aktive risikotaking i fondet, i motsetning til tidligere da dette hadde mer karakter av en stabsoppgave. For tiden arbeider rundt 20 ansatte i denne funksjonen.

NBIM har videre styrket kontrollfunksjonene som har ansvar for å påse at NBIM overholder markedsregulering, som kontrollerer at investeringsmandater følges, som tolker investeringsretningslinjer, som forbereder instru-

mentgodkjenning og som har ansvar for autorisasjonsstruktur. Denne funksjonen har også fått et bredere mandat for å overvåke NBIMs virksomhetsrisiko utenom markedsrisiko. Det vil i praksis si et ansvar for å påse at de andre avdelingene følger opp sin virksomhetsrisiko. Dette omfatter operasjonell risiko, IT/informasjonsrisiko, og juridisk risiko, samt atferdsreglement og renommérisiko i bred forstand. For tiden arbeider rundt 15 ansatte i denne funksjonen.

NBIM har etablert en formell komitéstruktur som benytter kompetanse på tvers av avdelingene. Komiteene er rådgivende og benyttes av NBIMs leder til å drøfte relevante problemstillinger før beslutninger treffes. Komiteene spiller også en viktig rolle i utformingen av viktige retningslinjer for NBIMs virksomhet. NBIM har for tiden fem komiteer; én for instrumentgodkjenning, én for kreditt- og motpartsrisiko, én for forretningspraksis og atferdsreglement, én for investeringsrisiko og én for verdivurdering.

Norges Bank har etablert en ny struktur på investeringsmandatene. Hovedstyret har fastsatt et nytt investeringsmandat for leder av NBIM og krav til mer omfattende rapportering (...). Videre er innholdet i NBIMs egne mandater gitt ny utforming. Risikobegrensninger gis nå langs langt flere dimensjoner enn tidligere. Dels settes det kvantitative modellbaserte begrensninger. Det gis også risikobegrensninger som ikke er basert på modeller, men på brutto nominelle eksponeringer og omfang av bruk av derivater. I tillegg gis det i de nye investeringsmandatene klare føringer på ønsket likviditet og begrensning av systematiske eksponering mot enkelte markedsfaktorer.»

Uavhengig verdivurdering

Prosjektet «Uavhengig verdivurdering» ble fullført i oktober 2008. Banken gir blant annet følgende omtale av prosjektet i brevet til departementet:

«Formålet med prosjektet «uavhengig verdivurdering» har vært å etablere en løsning som sikrer at alle beholdninger i SPU prises, kvalitetssikres og verifiseres av instanser uavhengig av de som foretar investeringsbeslutninger både internt i NBIM og hos eksterne forvaltere. Verdivurderingen skal være i samsvar med god regnskapspraksis og de krav som er fastsatt av Finansdepartementet i de utfyllende bestemmelser for forvaltningen av SPU, pkt. 4.1.

Prosjektet «uavhengig verdivurdering» ble avsluttet i oktober 2008. Det er innført nye krav

i NBIM og hos våre eksterne regnskapsførere (for tiden JP Morgan Chase og Citibank). Ytterligere forbedringer gjennomføres fortløpende.

I løsningen vil NBIMs eksterne regnskapsførere ha en viktig rolle. De får ansvar for å prise både eksternt og internt forvaltede porteføljer ved bruk av uavhengige prisingskilder. Regnskapsførerne skal benytte et prisingshierarki vedtatt av NBIM. I rollen som prisingskoordinator får en kontrollenhet i NBIMs driftsområde ansvar for å prise de samme instrumentene som regnskapsførerne. Enheten avstemmer egen verdivurdering med priser motatt fra regnskapsførerne.

Kontrollenheten har ansvar for å gjennomføre ytterligere prisingskontroller ved måneds-slutt for å sikre kvaliteten på prisene, og at prisingshierarkiet blir fulgt. Videre vil det bli utført stikkprøver gjennom måneden. Om nødvendig innhenter kontrollenheten bistand fra de eksterne prisingsspesialistene som er valgt til å bistå med prisingen av spesielt utfordrende investeringsobjekter.

NBIMs komité for verdivurdering (...) er et forum for å drøfte større prisings spørsmål. Komiteen møtes minst hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapet. Parallelt med forberedelsene av kvartalsregnskapet vil sentralbankrevisjonen i samarbeid med sin samarbeidspartner gjennomgå priskvalitet og pris-kontroller.

Norges Bank mener at denne strukturen både vil sikre kvalitet og uavhengighet i prising og verdivurdering av alle finansielle instrumenter i SPU.»

Avgrensning av markeds-, kreditt- og motpartsrisiko

Norges Bank ga i brevet til departementet følgende vurderinger knyttet til den kvantitative rammen for forventet relativ volatilitet i departementets samlede bestemmelser om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland:

«For SPU måles markedsrisiko ved forventet relativ volatilitet, som er den forventede verdi av standardavviket til forskjellen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og på referanseporteføljen. Det er imidlertid ingen enkelte risikomål som over tid fanger opp alle relevant risikofaktorer i SPU. Videre har de turbulente markedsforholdene siden sommeren 2007 vist svakheter med å kunne predikere risikoen i slike markeder. (...)

Det er viktig at rammeverket for risikostyringen innrettes slik at den gir et så utfyllende risikobilde som mulig. Hovedstyret har derfor

fastsatt et nytt investeringsmandat for leder av NBIM (...) som legger opp til at rammene for risikostyring tar utgangspunkt i følgende hovedkategorier av risiko:

- Avvik fra referanseindeksen, hvor formålet er å sikre måling av eksponeringer som ikke tar utgangspunkt i en kvantitativ modell. Det kan fastsettes rammer for:
 - Avvik mellom faktisk portefølje og referanseporteføljen fordelt etter aktivaklasse og geografisk region
 - Sektoravvik i rente- og aksjeporteføljene
 - Minimumsgrenser for sammenfall mellom faktisk portefølje og referanseportefølje («overlap») for de to aktivaklassene
 - Adgang til å belåne porteføljene.
- Risiko fra prishistorikk (volatilitet og korrelasjon), som kombinerer porteføljeeksponeringer og markedenes statistiske egenskaper. Det kan fastsettes rammer for:
 - Maksimal utnyttelse av markedsrisikoen målt ved forventet relativ volatilitet under normale markedsforhold, slik at det er en buffer når uventede situasjoner inntreffer
 - Konsentrasjonsrisikoen i porteføljene
- Faktoreksponering som beskriver i hvor stor grad en portefølje systematisk er eksponert mot faktorer som for eksempel små selskaper, fremvoksende markeder m.m.
- Likviditetseksponering, for å sikre at vi i forvaltningen har handlingsrom til å kunne justere eksponering, herunder i hvilken grad eksponeringer er likvide og kan avhendes.

Innenfor hver av de overnevnte risikokategoriene vil det igjen være ulike målemetoder som utfyller hverandre. Ulike innfallsvinkler til risiko og komplementære målemetoder er viktige forutsetninger for å få sikret en effektiv og robust struktur på risikooppfølgingen.

Norges Bank mener at de restriksjoner på markedsrisikoen som Finansdepartementet fastsetter, bør være få, robuste og enkle å kommunisere. Vår oppfatning er derfor at det nåværende risikomålet (forventet relativ volatilitet) er et godt mål som også er «industrinorm» og at departementet bør opprettholde dette målet som det eneste mål på markedsrisiko fastsatt av departementet. I den nåværende markedssituasjonen ser det ut til at alle tradisjonelle risikomodeller har sviktet som predikator for utvikling av markedsrisiko. Norges Bank vil derfor komme tilbake til Finansdepartementet

med en vurdering av parametersettingen i modelleringen av markedsrisikoen i risikosystemet RiskManager.

Vi mener også at kredittrisikoen i porteføljen er godt modellert under «normale markedsforhold». Tidligere formelle restriksjoner som krav til minimum kredittvurdering ville ikke ha bedret risikostyringen i den situasjonen vi har hatt siden 2007. NBIM har konstatert at kredittvurdering fra de tre byråene Moody's, Standard & Poor's og Fitch ikke har vært god nok.

Likevel er det på det rene at ett enkelt mål ikke kan gi et fullstendig bilde av risikoen i SPU. I stedet for å innføre nye risikobegrensninger, foreslår vi at Norges Bank rapporterer risiko langs flere dimensjoner. Rapportene bør omfatte avvik fra referanseindeksen, risiko fra prishistorikk, faktoreksponering og likviditetseksponering, jf. omtalen ovenfor av de begrensninger som hovedstyret har fastsatt overfor NBIM. Vi foreslår derfor at departementet får en utfyllende kvartalsvis rapport i tillegg til den offentlige kvartalsrapporten. I den utfyllende rapporten vil avkastning fordelt på resultatområder og status i forhold til alle sentrale kvantitative bestemmelser fremgå. Det konkrete innhold i rapporten avtales nærmere mellom banken og departementet. Vi antar at fastsetting av slike krav og tilhørende rapportering vil ivareta Finansdepartementets styring og kontroll med forvaltningen av SPU, samtidig som det blir videreført en klar ansvarsdeling mellom banken og departementet.»

Kredittrisiko

Norges Bank ga i brevet til departementet følgende beskrivelse av tiltak for å bedre styringen med kredittrisiko:

«NBIM har vedtatt nye retningslinjer for kredittrisiko. Disse presiserer hvordan slik risiko skal måles og overvåkes. Som opplyst i punkt 2, har vi opprettet en motparts- og kredittrisiko-komiteé som skal sikre en tverrfaglig fokus på alle kredittrelaterte forhold i forvaltningen.

NBIMs retningslinjer for kredittrisiko gir klare føringer for hvordan kredittrisiko skal behandles i NBIM; fra helt klare definisjoner av begreper, til konkrete metoder og omfang av ulike målekriterier. Det følger av retningslinjene at NBIM skal etablere et rammeverk for å måle og kontrollere kredittrisiko, både for enkelte utstedere og hele porteføljen av utstedere, inkludert korrelasjoner mellom utstederne. Det skal også gjennomføres stresstester av kredittrisiko som tar høyde for mulige ekstreme markedssituasjoner. For hele porteføljen av

utstedere skal det også utarbeides en konsentrasjonsanalyse både for absolutt og relativ kreditt risiko. Siktemålet er å identifisere mulige store posisjoner på flere nivåer i porteføljen (sektor, valuta, region).

Videre skal NBIM følge utviklingen i markedets kredittvurdering («rating») til alle de utstederne som finnes i renteporteføljen. Retningslinjene inneholder også krav til å etablere prosedyrer for å følge opp situasjoner der det er definert en kredittsituasjon («default»).

For å møte de økende kravene til å identifisere, måle og kontrollere kreditt risiko har NBIM i den avdelingen som har ansvar for risikohåndtering styrket bemanningen med personer som har bred og variert bakgrunn fra fagområdet.

NBIM gjennomførte enkelte tiltak gjennom 2008 for å forbedre den kvantitative modellbaserte delen av måling og analyse av kreditt risiko. Vi har tatt i bruk en ny tredjepartsmodell som kan anvendes til å følge opp kredittutviklingen i store enkelteksponeringer innen vår investeringsportefølje. Vi vurderer å utvide bruken av denne modellen til å danne basis i en intern modellering, eller å anskaffe et annet system til å måle og analysere kreditt risiko for hele porteføljen som supplement til dagens modellering av markedsrisiko i vårt system for måling av slik risiko, Risk Manager.

NBIM planlegger også å integrere standard stresstester i vår periodiske beregning av markedsrisiko. Disse testene vil bli basert på definerte historiske perioder med store svingninger i finansmarkedene. Testene vil også inneholde perioder der kreditt risikoen var betydelig. Stresstestene er definerte og under utprøving. For andre deler av retningslinjene er det pågående prosesser for å etablere et rammeverk som adresserer de ulike kravene, både på enkelt selskap og porteføljenivå.»

Motpartsrisiko

Norges Bank ga i brevet til departementet følgende beskrivelse av prosjektet for å innføre et nytt system til håndtering av motpartsrisiko:

«NBIMs prosjekt for å forbedre og videreutvikle systemene for styring av motpartsrisiko ble påbegynt i 2007. Vi antok opprinnelig at gjeldende system for markedsrisikomåling også skulle benyttes for motpartsrisikomåling. I 2008 vurderte vi imidlertid på nytt internasjonal praksis opp mot NBIMs forretningsmodell og kartla alternative systemløsninger. Vi besluttet å gjennomføre en internasjonal anbudsprosess. NBIM forventer å få på plass nytt ram-

meverk i løpet av første kvartal 2009 og et nytt målesystem for motpartsrisiko i løpet av andre kvartal 2009.

Med basis i gjeldende overvåkings- og kontrollstruktur har vi iverksatt en rekke tiltak for å redusere motpartsrisikoene. De viktigste som kan nevnes er:

- NBIM har redusert eksponering i derivater og gjenkjøpsavtaler kraftig, i tillegg til at enkelte komplekse unoterte produkter ikke lenger er godkjente instrumenter.
- Krav om at handler i unoterte derivater kun kan gjøres med motparter vi har inngått en særskilt avtale med, og som sikrer våre rettigheter bl.a. ved at motparten må stille sikkerhet i form av verdipapirer og / eller konstanter
- Endring av prosessen for godkjenning av motparter ved ny organisering av NBIM, samt styrket oppfølging og overvåking av motparter
- Beslutning om å stoppe all ny handel, terminere utestående handler og overvåke utviklingen for enkelte sentrale motparter som fikk problemer i 2008.

Siden kredittkrisen inntraff i juli 2007 har vi hatt særlig sterk fokus på kreditt- og motpartsrisiko. Nytt rammeverk og målesystem for motpartsrisiko vil avpasses en redusert instrumentbredde og generelt lavere kompleksitet i forvaltningen, særlig i intern og ekstern renteforvaltning.»

Operasjonell risiko og bruk av egevalueringer

Norges Bank ga i brevet til departementet følgende vurderinger knyttet til operasjonell risiko og hovedstyrets oppfølging av kapitalforvaltningen:

«Hovedstyret har de siste årene styrket sin oppfølging av kapitalforvaltningen i Norges Bank. I 2007 etablerte vi hovedstyrets revisjonskomité og en internrevisjon. Hovedstyrets revisjonskomité består av tre av hovedstyrets eksterne medlemmer og fungerer som et saksforberedende organ for hovedstyret på saksområder knyttet til styrets tilsynsfunksjoner og ansvar for risikostyring og internkontroll. I 2008 diskuterte revisjonskomiteen 8 saker vedrørende bankens kapitalforvaltning.

I 2008 fastsatte styret en ny stillingsinstruks og investeringsmandat for leder av NBIM. Utgangspunktet er at NBIMs leder står i samme stilling som øvrige områdedirektører i Norges Bank. De oppgavene som er lagt til NBIM står likevel i en særstilling i forhold til øvrige sentralbankoppgaver, i den forstand at forvaltnings-

virksomheten har preg av å være forretningsmessig virksomhet. Forvaltningen av SPU er til delt Norges Bank gjennom særskilt lov og forvaltningsavtale. Det har videre gjennom de senere år vært et utviklingstrekk at NBIM i økende grad behandles som et selvstendig område innenfor sentralbanken.

Stillingsinstruksen klargjør det ansvar og oppgaver som påhviler NBIMs leder overfor allmennheten og eksterne relasjoner, herunder samspillet med Norges Banks oppdragsgivere og rammene for det ansvar som er pålagt leder for NBIM i planlegging og organisering av virksomheten, oppfølging og kontroll m.v.

Investeringsmandatet til leder for NBIM setter, innenfor Finansdepartementets investeringsrammer, utfyllende regler for de enkelte porteføljer. Det gjelder investeringsunivers og -begrensninger, delegasjon av forvaltningsmyndighet og rapportering. Investeringsmandatet beskriver videre den risikoprofil som hovedstyret fastsetter for forvaltningen, herunder prinsipper og parametere for styring og måling av risiko og krav til rapportering. Vi viser til omtalen under punkt 5 om investeringsmandatet til leder for NBIM.

«Den månedlige rapportering fra NBIM til hovedstyret omfatter i tillegg til avkastning og eventuelle brudd på investeringsretningslinjer fastsatt av eksterne oppdragsgivere eller hovedstyret, også status i forhold til de utfyllende rammene hovedstyret har fastsatt for markedsrisiko. Det rapporteres om avvik fra referanseindeksen (aktivaklasse, geografisk region, sektorer, belåning, «overlap»), risiko fra prishistorikk (maksimal utnyttelse av markedsrisikoen under normale markedsforhold, konsentrasjonsrisikoen i porteføljene), faktoreksponering og likviditetseksponering.

Hovedstyret vedtok 1. juli 1998 å etablere et system for internkontroll som bygger på Kredittilsynets internkontrollforskrift. Internkontroll i Norges Bank er definert som alle tiltak, ordninger og systemer som iverksettes og gjennomføres av hovedstyret, bankens ledelse og medarbeidere, for at vi skal nå våre mål med rimelig sikkerhet.

Fra 1. januar 2009 ble internkontrollforskriften fra 1997 erstattet av ny forskrift 22.9.2008 nr. 1080 om risikostyring og internkontroll. Den nye forskriften stiller større krav til styrets rolle i utforming av strukturer for virksomhetsstyring og intern organisering. Hovedstyret har vurdert at prinsippene for virksomhetsstyring utarbeidet av Committee of European Banking Supervisors (CEBS) er et hensiktsmessig grunnlag for vurderingen. Egenevalueringsskjemaet som Finansdeparte-

mentet viser til i sitt brev av 20. oktober 2008, er imidlertid utviklet for kommersielle banker mv. Hovedstyret har derfor vedtatt prinsipper for virksomhetsstyring tilpasset Norges Banks virksomhet som grunnlag for sine årlige vurderinger. Prinsippene er benyttet i hovedstyrets vurdering av risikostyring og kontroll i banken fra og med rapporteringsåret 2008. Norges Bank mener at disse tiltakene tilfredsstillende den nye forskriftens krav til hovedstyret om å vurdere Norges Banks risikostyring og internkontroll årlig.

Internrevisjonen har prioritert risikostyring og internkontroll i NBIM i løpet av 2008 og har blant annet gjennomgått status for oppfølging av Ernst & Youngs rapport. Formålet var å gi hovedstyret bekreftelse på at tiltak var innført i overensstemmelse med Norges Banks svarbrev til Finansdepartementet.

Internrevisjonen konkluderte med at NBIMs nye organisasjonsmodell gir en klarere rolle- og ansvarsdeling i organisasjonen. Det er etablert organisasjonsenheter som måler og rapporterer risiko uavhengig av investeringslinjen. Internrevisjonen vurderte at dette er viktige organisasjonsmessige tiltak for å sikre god risikostyring og internkontroll.

Den nye organiseringen av virksomheten betyr også omfattende endringer i arbeidsprosessene. NBIM arbeider med å tilpasse styringen av operasjonell risiko til sine nye arbeidsprosesser, og internrevisjonen vil følge dette arbeidet tett i tiden fremover. I desember 2008 ble det på oppdrag fra hovedstyret startet en revisjon med fokus på:

- NBIMs prosesser for identifisering, prioritering og rapportering av operasjonelle risikoer, og
- NBIMs iverksettelse av risikoreduserende tiltak.

Norges Bank vil orientere departementet ved vesentlige endringer i risikostyring, organisering og oppfølging av bankens forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland.»

6.3.3 Departementets vurderinger av bankens tiltak

Det framgår av Norges Banks brev av 12. februar 2009 til departementet at banken har iverksatt omfattende tiltak for å møte en del utfordringer innen bankens risikostyring som er blitt omtalt tidligere av både banken selv og departementet, jf. bl.a. bankens årsrapport for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008 og kapittel 5 i St.meld. nr. 16 (2007-2008).

Hovedstyret har med virkning fra 1. januar 2009 fastsatt et nytt investeringsmandat til lederen av Norges Bank Investment Management (NBIM) der det blant annet settes grenser for risikotakingen langs flere dimensjoner enn tidligere. Ledelsen i NBIM har i 2008 gjennomført et omfattende arbeid for å styrke bankens risikostyring. Departementet er positiv til bankens omorganisering av NBIM og styrkingen av kontrollfunksjonene innen bankens kapitalforvaltning, både gjennom nyrekruttering og ved opprettelse av en formell komitéstruktur. Departementet viser i denne sammenheng til at det er et grunnleggende prinsipp for kapitalforvaltningsorganisasjoner at det skal være et klart organisatoriske skille mellom enheter som tar risikoposisjoner, enheter som gjennomfører transaksjoner og enheter som overvåker risikotakingen og gjennomføringen av transaksjonene.

Departementet har merket seg at banken har funnet det nødvendig å trekke tilbake tillatelser for tidligere godkjente instrumenter. Bankens nye interne krav om at undertegnede standardkontrakter må foreligge med alle motparter før transaksjoner kan gjennomføres, er etter departementets vurdering i tråd med internasjonal praksis. Som en følge av den pågående finanskrisen er håndtering av motpartsrisiko blitt en stadig større utfordring for alle kapitalforvaltere.

Det framgår av Norges Banks brev at banken nå vil avgrense avvik fra referanseporteføljen langs en rekke nye dimensjoner i bankens interne rammeverk for kapitalforvaltningen. Den aktive forvaltningen vil også bli nærmere regulert i forbindelse med departementets utarbeidelse av nye retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, jf. avsnitt 6.5. Etter departementets syn bidrar det til en klargjøring av grunnlaget for representantskapets tilsyn at slike tilleggsgrenser framgår av departementets rammeverk og ikke kun av bankens interne regler. Departementet vil følge opp hovedstyrets forslag om en utvidet rapportering fra banken til departementet langs alle de nye dimensjonene i hovedstyrets nye rammeverk for risikostyring.

Det ble i Nasjonalbudsjettet 2006 gjort rede for at departementet legger opp til regelmessige, omfattende gjennomganger av forvaltningen og spesielt risikostyringen i Norges Bank ved bruk av eksterne konsulenter med spesialkompetanse, jf omtale ovenfor. Som oppfølging av dette ble det i St.meld. nr. 16 (2007-2008) gjort rede for et gjennomført prosjekt med ekstern gjennomgang av risikostyringssystemene i Norges Bank (Ernst&Young-prosjektet).

Departementet vil ved bruk av eksterne konsulenter med spesialkompetanse foreta en ny gjennomgang av status for risikostyringen og erfaringene med den aktive forvaltningen i Norges Bank, jf omtale i boks 1.3.

6.4 Odelstingsproposisjon om endringer i sentralbankloven

Samtidig med denne meldingen fremmer Regjeringen en odelstingsproposisjon om enkelte endringer i sentralbankloven. Departementet har tidligere beskrevet behovet for endringer i sentralbanklovens bestemmelser om regnskap og revisjon, jf. omtale i St.meld. nr. 16 (2007-2008) og i St.meld. nr. 19 (2007-2008). I odelstingsproposisjonen foreslår departementet å underlegge Norges Bank regnskapsplikt etter regnskapsloven. Hensynet til faste rammer for registrering og dokumentasjon av transaksjoner mv. tilsier videre at det bør lovfestes at Norges Bank har bokføringsplikt etter bokføringsloven. Departementet legger videre opp til at det gis adgang til i forskrift å fastsette særskilte regler om årsregnskap, årsberetning og bokføring for banken, som utfyller eller fraviker bestemmelsene gitt i eller i medhold av regnskapsloven og bokføringsloven for å regulere eventuelle særskilte forhold knyttet til sentralbankvirksomheten.

Det er bred enighet om at dagens revisjonsordning, der representantskapet oppnevner en sentralbankrevisor som formelt er ansatt i banken, ikke bør opprettholdes. Revisor bør både formelt og reelt fungere helt uavhengig av banken. Departementet foreslår i Odelstingsproposisjonen en ordning der representantskapet utpeker en ekstern revisor. Riksrevisjonen og Landsorganisasjonen i Norge foreslo i høringsrunden at Riksrevisjonen skulle overta revisjonen av Norges Bank. Departementet har ikke kunnet slutte seg til en slik løsning av flere grunner. For det første ville dette etter departementets oppfatning ha medført et behov for en omlegging av ordningen med representantskapet som Stortingets tilsynsorgan overfor sentralbanken. Denne ordningen har sitt utspring i Grunnloven § 75 første ledd bokstav c), der det heter at:

«Det tilkommer Stortinget at føre Opsyn med Rigets Pengevæsen.»

Representantskapet vedtar bankens regnskaper. Det vil være unaturlig å skille denne oppgaven fra oppgaven med å utpeke revisor. For det annet

ville det etter departementets oppfatning være uheldig om Riksrevisjonen skulle foreta den finansielle revisjonen av Norges Bank og samtidig foreta forvaltningsrevisjon av Finansdepartementet, for å avdekke om Statens pensjonsfond – Utland blir forvaltet i samsvar med Stortingets forutsetninger. Når Riksrevisjonen skal vurdere om Finansdepartementet har forvaltet fondet i samsvar med Stortingets forutsetninger, vil bankens reviderte regnskaper være et vesentlig grunnlag for vurderingene. Hvis det er Riksrevisjonen som har revidert disse regnskapene, vil den i så fall måtte vurdere Finansdepartementets forvaltning på bakgrunn av regnskaper den selv har revidert. En ekstern, valgt revisor i Norges Bank vil derfor styrke Riksrevisjonens muligheter til å foreta en selvstendig kontroll av Finansdepartementets forvaltning. Ut fra slike betraktninger valgte Stortinget i 2007 å overføre revisjonsoppraget for Folketrygdfondet og Statens pensjonsfond – Norge fra Riksrevisjonen til en ekstern revisor valgt av Finansdepartementet, jf. lov om Folketrygdfondet § 13 og Innst.O.nr. 77 (2006-2007) side 1-2.

Det vil være naturlig at representantskapet som ansvarlig for bankens revisjon, fastsetter et revisjonsprogram. Et slikt program vil omfatte prioriteringer i revisjonen utover den rene regnskapsrevisjonen, herunder en plan for eventuelle attestasjonsoppdrag. Et typisk attestasjonsoppdrag vil være å be om en vurdering av hvorvidt internkontrollen i banken er effektiv. Med en valgt ekstern revisor vil Finansdepartementet kunne gå i dialog med representantskapet og komme med innspill til revisjonsprogrammet, for å sikre at Finansdepartementets oppfølgingsbehov overfor Statens pensjonsfond – Utland blir ivarettatt. Hvis Riksrevisjonen skal revidere bankens regnskaper, vil departementet være avskåret fra dette fordi Riksrevisjonen også har som oppgave å revidere Finansdepartementet. Riksrevisjonen kan ikke revidere Finansdepartementet på vegne av Stortinget og samtidig utføre revisjonsoppgaver. Finansdepartementet har bedt representantskapet om å få utført. En ordning med valgt ekstern revisjon vil dermed kunne styrke den samlede oppfølgingen av fondet.

I Odelstingsproposisjonen legges det videre opp til en mer presis beskrivelse av oppgavene til bankens styrende organer og til en klargjøring av grenseflatene mellom representantskapets tilsynsansvar etter sentralbankloven, og Finansdepartementets oppfølgingsansvar etter lov om Statens pensjonsfond.

6.5 Gjennomgang av det øvrige rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Det gjeldende regelverket for Statens pensjonsfond – Utland bærer preg at det er blitt løpende utbygd over tid, samtidig som fondet har vokst betydelig i verdi. Finansdepartementet har derfor satt i gang en gjennomgang av regelverket med sikte på å videreutvikle det.

Regelverket bør ta sikte på å regulere kapitalforvaltningen i samsvar med beste internasjonale praksis, blant annet når det gjelder måling og styring av risiko. Ansvarsforholdet mellom operativ forvalter (Norges Bank) og kapitaleier (Finansdepartementet) må komme klart fram. Regelverket må også sikre at det er klare rapporteringsrutiner og åpenhet om forvaltningen. Ved gjennomgangen baserer departementet seg på bransje- og tilsynsdrevne standarder for risikostyring.

Det er besluttet å inkludere investeringer i fast eiendom i fondets investeringsunivers, jf. kapittel 2. Dette medfører et behov for å innarbeide nye regler om investeringer i fast eiendom i regelverket. Evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland medfører også behov for endring i rammeverket, jf. kapittel 4.

Som en del av gjennomgangen av regelverket for Statens pensjonsfond – Utland vil det også bli stilt strengere krav til Norges Banks aktive forvaltning. Det er særlig aktuelt å fastsette supplerende grenser for risikotaking i den aktive forvaltningen utover dagens grense for forventet relativ volatilitet. Dette kan innebære strengere krav til risikospredning for de aktive posisjonene, og at det etableres risikorammer for flere hovedkategorier av risiki. Departementet vil også vurdere om det bør fastsettes rammer for implisitt opplåning («leverage») og short-posisjoner. Det kan også være aktuelt å vurdere rammen for forventet relativ volatilitet og eventuell fordeling av denne i lys av bankens framtidige strategier for den aktive forvaltningen.

Det vises i denne forbindelse til at Norges Bank, med bakgrunn i blant annet svake resultater i 2008, har gjennomført flere endringer innen den aktive forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Banken har etablert to hovedområder i renteforvaltningen: en portefølje for indeksering og rebalansering og en portefølje som inneholder store og lite likvide posisjoner. Omleggingen av renteforvaltningen innebærer at banken nå har avvirket flere av de forvaltningsstrategiene som var basert på å høste likviditets- og kredittpremi-

er, og som bidro til den betydelige mindreakstningen i den aktive forvaltningen. Posisjonene i porteføljen for illikvide plasseringer vil bli bygget ned, senest når obligasjonene forfaller.

Departementet arbeider med å gjennomgå regelverket med sikte på at en ny forskrift for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland kan tre i kraft fra 1. januar 2010.

Det vises forøvrig til planene om en ny gjennomgang av aktiv forvaltning, jf. boks 1.3. Eventuelle ytterligere endringer i retninglinjene som følge av denne gjennomgangen vil bli fastsatt etter at Stortinget har behandlet saken.

6.6 Statens pensjonsfond – Norge

Folketrygdfondet ble etablert som eget særlovsselskap med virkning fra 1. januar 2008. I St.meld. nr. 16 (2007-2008) ble det gjort rede for det nye rammeverket for Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge. Det nye rammeverket innebærer en klargjøring av ansvarsdelingen mellom departementet og Folketrygdfondets styre. Departementet fastsetter overordnede investeringsrammer, mens styret i Folketrygdfondet er ansvarlig for den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. De samlede bestemmelser om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge er gjengitt i vedlegg 1 i denne meldingen.

Risikostyring og kontrollrutiner

Det nye rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge innebærer vesentlig strengere krav blant annet knyttet til måling, styring og kontroll av risiko og rapportering enn tidligere. Folketrygdfondet har på denne bakgrunn arbeidet med å implementere nye styrings- og kontrollsystemer i forvaltningen, for å sikre at systemene for risikostyring og kontroll tilfredsstillende de krav som er stilt i det nye rammeverket. Kravet er basert på at måling, styring og kontroll av ulike risiki skal følge beste internasjonale praksis og internasjonalt anerkjente metoder. Departementet legger til grunn at arbeidet med implementering av nye styringssystemer som følge av kravene som er stilt i det nye rammeverket i det alt vesentligste vil være fullført i løpet av inneværende år.

Regnskapsregler

I St.meld. nr. 16 (2007-2008) varslet departementet at en vil vurdere behovet for å fastsette en egen forskrift som gir nærmere bestemmelser om regnskapsregler for Statens pensjonsfond – Norge. Bakgrunnen for dette er at loven om Statens pensjonsfond ikke inneholder direkte bestemmelser om regnskapsregler.

Med bakgrunn i et behov for klargjøre regnskapsreglene for Folketrygdfondet og Statens pensjonsfond – Norge fastsatte departementet i forskrift 11. november 2008 nr. 1264 nærmere bestemmelser om føring av årsregnskap m.m. for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond – Norge.

Den nye forskriften består av følgende hovedpunkter:

- Forskriften gjelder for Folketrygdfondet inkludert plasseringene for Statens pensjonsfond – Norge. Dette må ses i sammenheng med lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet § 1, som fastslår at Folketrygdfondet har som oppgave i eget navn å forvalte motverdien av kapitalinnskuddet Statens pensjonsfond – Norge. I forarbeidene til loven om Folketrygdfondet går det fram at kapitalinnskuddet skal framgå som en passivapost i Folketrygdfondets balanse, mens de eiendeler som svarer til motverdien av kapitalinnskuddet vil framgå som en aktivapost, jf. Ot.prp. nr. 49 (2006-2007). Folketrygdfondets regnskap vil derfor inkludere poster som angår plasseringene for Statens pensjonsfond – Norge.
- Alle plasseringene for Statens pensjonsfond – Norge skal vurderes til virkelig verdi. Etter regnskapslovens alminnelige regler, vil klassifiseringen avgjøre vurderingsprinsipp for finansielle plasseringer. Reglene i forskriften forutsetter alltid vurdering til virkelig verdi for plasseringene for Statens pensjonsfond – Norge.
- Resultatregnskapet for Folketrygdfondet skal inneholde på egen linje én inntektspost som er lik årsresultat for Statens pensjonsfond – Norge og én kostnadspost som er lik endring i statens kapitalinnskudd. Balansen for Folketrygdfondet skal inneholde på egen linje én eiendelspost som er lik plasseringene for Statens pensjonsfond – Norge og én gjeldspost som er lik statens kapitalinnskudd i Statens pensjonsfond – Norge.
- Det skal settes opp en særskilt resultat- og balanseoppstilling for plasseringene for Statens pensjonsfond – Norge.

Departementet vil komme tilbake med en vurdering av behovet for å innføre internasjonale regnskapsstandarder (IFRS) for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond – Norge når en har vunnet mer erfaringer med det nye rammeverket for forvaltningen.

Finansdepartementet

t i l r å r :

Tilråding fra Finansdepartementet av 3. april 2009 Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008 blir sendt Stortinget.

Vedlegg 1**Bestemmelser om forvaltningen av Statens pensjonsfond****Lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond**

§ 1. Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter.

§ 2. Statens pensjonsfond forvaltes av Finansdepartementet. Fondet består av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge.

Utenlandsdelen anbringes som innskudd på konto i Norges Bank. Motverdien forvaltes etter nærmere regler fastsatt av departementet, jf. § 7.

Innenlandsdelen anbringes som et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet. Motverdien forvaltes etter nærmere regler fastsatt av departementet, jf. § 7.

§ 3.¹ Inntekter i Statens pensjonsfond – Utland er kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som blir overført fra statsbudsjettet, avkastningen av fondets formue og netto finanstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten.

Kontantstrømmen framkommer som summen av postene i annet punktum, fratrukket postene i tredje punktum. I kontantstrømmen inngår:

1. de samlede skatte- og avgiftsinntekter av petroleumsvirksomheten som innkreves ifølge lov 13. juni 1975 nr. 35 om skattlegging av undersjøiske petroleumsforekomster m.v. og lov 29. november 1996 nr. 72 om petroleumsvirksomhet
2. avgiftsinntekter ved utslipp av CO₂ i petroleumsvirksomhet på kontinentalsokkelen
3. avgiftsinntekter ved utslipp av NO_x i petroleumsvirksomhet på kontinentalsokkelen
4. inntekter som følge av Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten, definert som driftsinntekter og andre inntekter fratrukket driftsutgifter og andre direkte utgifter

5. statlige inntekter på nettooverskuddsavtaler i enkelte utvinningstillatelser
6. utbytte fra StatoilHydro ASA
7. overføringer fra Petroleumsforsikringsfondet
8. statens inntekter i forbindelse med fjerning eller annen disponering av innretninger på kontinentalsokkelen
9. statens eventuelle salg av andeler som ledd i Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten

Følgende poster trekkes fra:

1. statens direkte investeringer i petroleumsvirksomheten
2. statens utgifter til Petroleumsforsikringsfondet
3. statens utgifter i forbindelse med fjerning eller annen disponering av innretninger på kontinentalsokkelen
4. statens eventuelle kjøp av andeler som ledd i Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten

Netto finanstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten framkommer som summen av brutto inntekter ved salg av aksjer i StatoilHydro ASA, fratrukket følgende poster:

1. statlig kjøp av aksjer i StatoilHydro ASA, definert som markedsprisen staten betaler for aksjene
2. statlig kapitalinnskudd i StatoilHydro ASA og selskap som ivaretar statens interesser i petroleumsvirksomheten

§ 4. Inntekter i Statens pensjonsfond – Norge er avkastningen av de forvaltede midler.

§ 5. Midlene i Statens pensjonsfond kan bare anvendes til en beløpsmessig overføring til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget.

§ 6. Statens pensjonsfond kan ikke selv ha rettigheter eller plikter overfor private eller offentlige myndigheter, og kan ikke saksøke eller saksøkes.

¹ Endret ved lover 15. des 2006 nr. 86 (i kraft 1. jan 2007), 21. des 2007 nr. 120 (i kraft 1. jan 2008 iflg. res. 21. des 2007 nr. 1617).

§ 7.² Departementet kan gi utfyllende bestemmelser til gjennomføring av loven.

§ 8. Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer.³ Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid. Departementet kan gi overgangsregler.

Bestemmelser om Folketrygdfondet gitt med hjemmel i folketrygdloven § 23-11 fjerde ledd gjelder inntil annet blir fastsatt etter § 7.

§ 9. Fra den tid loven trer i kraft gjøres følgende endringer i andre lover:

I Lov 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond oppheves.

Forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Fastsatt av Finansdepartementet 22. desember 2005 med hjemmel i lov om Statens pensjonsfond av 21. desember 2005 nr. 123 § 7.

§ 1 Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond – Utland (heretter kalt «fondet») på vegne av Finansdepartementet. Banken kan benytte andre forvaltere.

Norges Bank utarbeider årsrapport og kvartalsrapporter for fondet. Rapportene skal være offentlige.

§ 2 Plassering av fondet

Fondet skal være plassert på særskilt konto i form av kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank skal i bankens eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd denominert i utenlandsk valuta.

Den faktiske porteføljen skal settes sammen gjennom utstrakt bruk av diversifisering.

Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning på plasseringene i utenlandsk valuta innenfor de plasseringsrammer som følger av forskriften og retningslinjer gitt i medhold av denne.

§ 3 Regnskapsmessig avkastning

Verdien på kronekontoen til fondet settes lik verdien av porteføljen av finansielle instrumenter og kontantinnskudd i utenlandsk valuta. Norges

Banks bokførte avkastning på porteføljen med fradrag for godtgjøring til Norges Bank tillegges fondets kronekonto pr. 31. desember hvert år.

§ 4 Investeringsunivers

Fondet skal plasseres i henhold til følgende fordeling på aktivaklasser:

- Rentebærende instrumenter 30-70 pst.
- Egenkapitalinstrumenter 30-70 pst.

Det kan benyttes finansielle instrumenter, herunder derivater, som henger naturlig sammen med aktivaklassene som er nevnt i første ledd. Det kan også investeres i råvarebaserte kontrakter og fondsandeler. Ved beregning av aktivafor- deling etter første ledd, skal råvarebaserte instrumenter holdes utenfor.

Porteføljen av rentebærende instrumenter skal plasseres i henhold til følgende valuta- og regionfordeling:

- Europa 50-70 pst.
- Amerika og Afrika 25-45 pst.
- Asia og Oceania 0-15 pst.

Finansdepartementet kan fastsette nærmere regler for hvilke rentebærende instrumenter som skal utelukkes fra investeringsuniverset.

Porteføljen for egenkapitalinstrumenter skal plasseres i egenkapitalinstrumenter notert på regulert og anerkjent markedsplass i henhold til følgende valuta- og regionfordeling:

- Europa 40-60 pst.
- Amerika og Afrika 25-45 pst.
- Asia og Oceania 5-25 pst.

Det er ikke tillatt å investere i verdipapirer utstedt av norske foretak. Med norsk foretak menes et hvert foretak med hovedkontor i Norge.

§ 5 Referanseportefølje og relativ volatilitet

Finansdepartementet fastsetter en referanseportefølje for fondet.

Den forventede forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen målt ved forventet relativ volatilitet på annualisert basis, skal maksimalt være 1,5 prosentpoeng.

§ 6 Eie av aksjer

Investeringene kan ikke plasseres slik at fondet oppnår en eierandel på mer enn ti prosent av de aksjene i ett enkelt selskap som gir stemmerett.

² Endret ved lov 29. juni 2007 nr. 44 (i kraft 1. jan 2008 iflg. res. 29. juni 2007 nr. 937).

³ Fra 1. jan 2006 iflg. res. 21. des 2005 nr. 1610.

Norges Bank skal utøve eierrettigheter for fondet. Finansdepartementet kan gi utfyllende retningslinjer for Norges Banks eierskapsutøvelse. Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser.

§ 7 Risikosystemer og risikostyring

Norges Bank skal påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumenter som brukes i forvaltningen av fondet. Det samme gjelder for håndtering av motpartsrisiko og operasjonell risiko.

§ 8 Filtrering og uttrekk

Finansdepartementet fastsetter etiske retningslinjer for fondet og beslutter om konkrete utstedere skal utelukkes fra fondets investeringsmuligheter. Det oppnevnes et etisk råd som skal gi en vurdering av om plasseringsmuligheter i finansielle instrumenter utstedt av nærmere angitte utstedere er i strid med de etiske retningslinjene.

Finansdepartementet kan gi nærmere regler for rådet, dets virksomhet og organisasjon.

§ 9 Ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft 1. januar 2006. Forskrift 19. november 2004 nr. 1488 for forvaltning av Statens petroleumsfond oppheves samme dato.

Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Disse retningslinjene gir utfyllende bestemmelser til lov om Statens pensjonsfond og forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland («forskriften»).

Innhold:

1. Referanseportefølje
2. Rebalansering av referanseporteføljen
3. Relativ volatilitet og tilleggsbegrensninger
4. Krav til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko
5. Etikk

1. Referanseportefølje – forskriften § 5

1.1 Strategisk referanseportefølje

Den strategiske referanseporteføljen er satt sammen av 60 pst. rentebærende instrumenter og 40 pst. egenkapitalinstrumenter.

1.2 Referanseporteføljen for rentebærende instrumenter

Den strategiske referanseporteføljen for rentebærende instrumenter har følgende sammensetning:

- 60 pst. av porteføljen skal bestå av Barclays Capital Global Aggregate Bond Index (BCGA) og Barclays Capital Global Inflation Linked Index (BCGI) i Europa unntatt norske kroner (NOK) og tillagt innenlandske statsobligasjoner som inngår i Barclays Capital Swiss Franc Aggregate Bond Index. Denne delen av referanseporteføljen består av følgende valutaer: Euro, britiske pund, sveitsiske franc, svenske kroner og danske kroner.
- 35 pst. av porteføljen skal bestå av BCGA og BCGI i USA og Canada med en omvektning av sektorindeksene som beskrevet i tabell 1. Denne delen av referanseporteføljen består av følgende valutaer: Canadiske dollar og amerikanske dollar.
- 5 pst. av porteføljen skal bestå av innenlandske statsobligasjoner fra utviklede markeder i BCGA og BCGI i Asia/Oceania (Japan, Australia, New Zealand og Singapore). Japans andel beregnes med utgangspunkt i en faktor på 25 pst. av markedskapitaliseringsverdien til japanske obligasjoner. Denne delen av referanseporteføljen består av følgende valutaer: Australske dollar, japanske yen, New Zealand-dollar og Singapore-dollar.

Ved hvert månedsskifte endres sammensetningen av referanseindeksen i henhold til de endringer i sammensetning som Barclays Capital gjennomfører.

Dersom nye valutaer som ellers inngår i referanseporteføljen tas inn i BCGI, inkluderes disse instrumentene i referanseporteføljen fra det tidspunkt Finansdepartementet bestemmer.

1.3 Referanseporteføljen for egenkapitalinstrumenter

Den strategiske referanseporteføljen for egenkapitalinstrumenter er basert på skattejusterte FTSE All-Cap indekser (store, mellomstore og små selskaper) og skal ha følgende sammensetning:

- 50 pst. FTSE All-Cap Europe der følgende land er inkludert: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland og Østerrike.

Tabell 1.1 Innenfor delporteføljen bestående av BCGA og BCGI i USA og Canada foretas det en omvekting av sektorindeksene basert på følgende justeringsfaktorer

	Valuta	Sektor	Region	Faktor
NB CAD ABS	CAD	Securitized	AMERICA	1.0
NB CAD Agency	CAD	Government Related	AMERICA	1.0
NB CAD CMBS	CAD	Securitized	AMERICA	1.0
NB CAD Covered Bonds	CAD	Securitized	AMERICA	1.0
NB CAD Financial	CAD	Corporate	AMERICA	1.0
Global Inflation-Linked: Canada	CAD	ILB	AMERICA	1.0
NB CAD INDS SR	CAD	Corporate	AMERICA	1.0
NB CAD Local Authority	CAD	Government Related	AMERICA	1.0
NB CAD MBS	CAD	Securitized	AMERICA	1.0
NB CAD Sovereign	CAD	Government Related	AMERICA	1.0
NB CAD Supranational	CAD	Government Related	AMERICA	1.0
NB CAD Treasury	CAD	Treasury	AMERICA	1.0
NB CAD Utility	CAD	Corporate	AMERICA	1.0
NB USD ABS	USD	Securitized	AMERICA	0.5
NB USD Agency	USD	Government Related	AMERICA	0.5
NB USD CMBS	USD	Securitized	AMERICA	0.5
NB USD Covered Bonds	USD	Securitized	AMERICA	0.5
NB USD Financial	USD	Corporate	AMERICA	1+x
Global Inflation-Linked: U.S. TIPS	USD	ILB	AMERICA	1+x
NB USD INDS SR	USD	Corporate	AMERICA	1+x
NB USD Local Authority	USD	Government Related	AMERICA	1+x
NB USD MBS	USD	Securitized	AMERICA	0.5
NB USD Sovereign	USD	Government Related	AMERICA	1+x
NB USD Supranational	USD	Government Related	AMERICA	1+x
NB USD Treasury	USD	Treasury	AMERICA	1+x
NB USD Utility	USD	Corporate	AMERICA	1+x

Tabell 1.1 Faktorer for omvekting av sektorindeksene BCGA og BCGI i USA og Canada. Variabelen x i tabellen bestemmes hver måned slik at samlet vektet markedsverdi i USD blir den samme som uvektet markedsverdi.

- 35 pst. FTSE All-Cap Americas /FTSE All-Cap Africa der følgende land er inkludert: Brasil, Canada, Mexico, USA og Sør-Afrika.
- 15 pst. FTSE All-Cap Asia Pacific der følgende land er inkludert: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore, Sør-Korea og Taiwan.

Fordelingene innenfor hver region er fastsatt på grunnlag av markeds kapitaliseringsvekter med daglig rebalansering av landvektene.

2. Rebalansering av referanseporteføljen – forskriften § 5

Unntatt offentlighet, jf. offentleglova § 23 første ledd, jf. § 12 bokstav c)

3. Relativ volatilitet og tilleggsbegrensninger – forskriften §§ 4-6

3.1 Grense for relativ volatilitet

Det er et generelt krav at beregning av forventet (ex ante) relativ volatilitet skal gjøres i et system som modellerer risikoen knyttet til de viktigste finansielle instrumentene som fondet investerer i. I de tilfellene der systemet ikke modellerer finansielle instrumenter fondet er investert i, skal tilnærmingerne baseres på konservative anslag og metoder slik at det er større sannsynlighet for at den forventede relative volatiliteten blir overvurdert enn undervurdert i forhold til realisert relativ volatilitet. Systemet skal aggregere risiko over aktivklasser og finansielle instrumenter på en tilfredsstillende måte.

Et viktig mål for risikosystemet er at risikoen knyttet til de finansielle instrumentene skal beregnes på en slik måte at estimert risiko i fondet over tid skal avvike minst mulig fra faktisk risiko. Det er også hensiktsmessig med en viss stabilitet i valg av system for beregning av risiko.

3.2 Restriksjoner på investeringer i enkelte statsobligasjoner

Fondet kan ikke plasseres i rentebærende instrumenter utstedt av følgende stater: Burma.

3.3 Krav til prosedyre for godkjenning av nye markeder og valutaer

Før investeringer i nye markeder og valutaer godkjennes internt i Norges Bank, skal det gjennomføres en grundig prosess som i hvert enkelt tilfelle beskriver hvordan banken vil håndtere problemstillinger knyttet til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko for investeringer i det enkelte marked og valuta. Prosedyren skal omfatte en vurdering opp mot de krav som følger av punkt 4 i de utfyllende retningslinjer. Slike vurderinger skal dokumenteres.

4. Krav til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko – forskriften § 7

Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Fondet kan ikke investeres i markeder, aktivklasser eller instrumenter dersom oppfyllelse av disse kravene ikke kan dokumenteres. jf. også punkt 3.1.

4.1 Verdivurdering og avkastningsmåling

Metoden for å fastsette verdien av finansielle instrumenter skal være etterprøvbart og med rimelig sikkerhet representere den virkelige verdien av fondets eiendeler på måletidspunktet. Verdifastsettelsen skal minst skje månedlig og være basert på markedspriser eller anerkjente prismodeler der markedspriser ikke kan observeres.

4.2 Styring, måling og kontroll av risiko

4.2.1 Markedsrisiko

Markedsrisikoen skal måles slik at det kan godtgjøres at grensen for relativ risiko i Pensjonsfon-

det overholdes. Beste praksis på området skal benyttes med hensyn til målemetoder, detaljeringsgrad (dekomponering) og målefrekvens.

4.2.2 Motpartsrisiko

Norges Bank skal ha betryggende rutiner og systemer for utvelgelse og evaluering av motparter. Oppfølgingssystem og målefrekvens for kontroll av motpartsrisiko, herunder krav til minimum kredittvurdering og eksponeringsrammer, skal følge beste praksis på området.

Motparter for usikrede innskudd og ikke-børsnoterte derivathandler skal ha en langsiktig kredittvurdering på minimum A-/A3/A- fra minst ett av de tre byråene Fitch, Moody's eller Standard & Poor's. I særlige tilfeller kan Norges Bank gjøre unntak fra dette minimumskravet for en sentral motpart. Finansdepartementet orienteres i ettertid dersom slike unntak er gitt.

Norges Bank må fastsette utfyllende krav til kredittvurdering, sikkerhetsstillelse og eksponeringsrammer som er hensiktsmessige i den operative forvaltningen, og måle samlet eksponering overfor motparter i henhold til internasjonalt anerkjente metoder som tilfredsstillende nødvendige krav til etterprøvbart og nøyaktighet.

Norske banker kan benyttes som motpart i valutahandel og ved bankinnskudd, såfremt dette er i en valuta innenfor investeringsuniverset.

4.2.3 Operasjonell risiko

Det skal benyttes identifiserings- og målemetoder som følger internasjonalt anerkjente standarder for de ulike dimensjonene av operasjonell risiko. Den operasjonelle risikoen skal være identifisert og skal kunne måles og kontrolleres før ny virksomhet (som for eksempel plassering i nye land, instrumenter, aktivklasser, motparter, eksterne tjenesteytere, IT-systemer m.m.) igangsettes.

4.3 Rapportering

Årsrapportene som Norges Bank utarbeider etter forskriftens § 1, skal bl.a. inneholde:

- Norges Banks strategiplan og investeringsstrategi for fondet
- En oppstilling av alle vesentlige eksterne tjenesteleverandører, inkl. fullstendig oppstilling av eksterne forvaltere
- En redegjørelse for de standarder Norges Bank benytter i verdivurdering (regnskapet), avkastningsmåling, samt styring, måling og kontroll av

identifiserte risikofaktorer (markedsrisiko, motpartsrisiko og operasjonell risiko)

- Rapportering av fondets avkastning, inkl. absolutt og relativ avkastning målt i norske kroner og fondets valutakurv, realavkastning, dekomponering av avkastning på aktivaklasse og intern/ekstern forvaltning
- Rapportering av kostnader knyttet til innfasing av nye midler, eksklusjon av selskaper og andre endringer som følger av Finansdepartementets beslutninger om endringer i fondets referanseportefølje
- Rapportering av fondets absolutte og relative markedsrisiko (volatilitet), månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser
- Sammensetning av renteporteføljen etter hovedgrupper av kredittvurderingskarakter
- En oversikt over nye land, valutaer og instrumenter som porteføljen har vært investert i
- Oversikt over fondets plasseringer i forhold til forskriftens kvantitative bestemmelser
- Utøvelse av eierrettigheter i samsvar med departementets etiske retningslinjer, jf. punkt 5.3.2.
- En liste over selskaper som er trukket ut av investeringsuniverset
- Regnskapsrapportering iht. Norges Banks regnskapsprinsipper
- Fullstendig opplisting av aksjer og obligasjoner pr. 31.12.
- Organisering og driftskostnader i Norges Bank Kapitalforvaltning

Kvartalsrapportene som Norges Banks utarbeider skal bl.a. inneholde:

- Rapportering av fondets avkastning, inkl. absolutt og relativ avkastning målt i norske kroner og fondets valutakurv, realavkastning, samt beskrive viktige bidrag til relativ avkastning
- Rapportering av fondets absolutte og relative markedsrisiko (volatilitet), månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser
- Sammensetning av renteporteføljen etter hovedgrupper av kredittvurderingskarakter
- Oversikt over fondets plasseringer i forhold til forskriftens kvantitative bestemmelser
- En liste over selskaper som er trukket ut av investeringsuniverset
- Regnskapsrapportering iht. Norges Banks regnskapsprinsipper

Brudd på forskriftens eierandelsbegrensning som blir reversert innen ti handledager, representerer

ikke et formelt brudd på forskriften og skal dermed ikke rapporteres til departementet.

5. Etikk – forskriften § 8

5.1 Grunnlag

De etiske retningslinjene for fondet bygger på to grunnlag:

- Fondet er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom. Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling.
- Fondet skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnløtelser som for eksempel krenkelser av grunnleggende humane prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljøødeleggelser.

5.2 Virkemidler

Det etiske grunnlaget for fondet skal fremmes gjennom følgende tre virkemidler:

- Eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper
- Negativ filtrering fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humane prinsipper
- Uttrekk av selskaper fra investeringsuniverset der det anses å være en uakseptabel risiko for å medvirke til:
 - Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnarbeid og annen utbytting av barn
 - Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
 - Alvorlig miljøskade
 - Grov korrupsjon
 - Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

5.3 Eierskapsutøvelse

5.3.1

Det overordnede målet for Norges Banks utøvelse av eierrettigheter for fondet er å sikre fondets finansielle interesser. Utøvelsen av eierrettighetene skal bygge på at fondet har en lang tidshorison for sine investeringer, og at investeringene er bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset. Eierskapsutøvelsen skal i hovedsak baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper. Det skal framgå av Norges Banks interne retningslinjer for utøvelse av eierrettighetene hvordan disse prinsippene integreres i eierskapsutøvelsen.

5.3.2

Norges Bank skal i forbindelse med sin regulære årsrapportering redegjøre for sin utøvelse av eierrettigheter. Det skal gjøres rede for hvordan banken har opptrådt som eierrepresentant – herunder hva som er gjort for å ivareta de spesielle interessene knyttet til langsiktighet og bredde i investeringsomfang i henhold til punkt 5.3.1.

5.3.3

Norges Bank kan delegere utøvelsen av eierrettigheter i samsvar med disse retningslinjene til eksterne forvaltere.

5.4 Filtrering og uttrekk

5.4.1

Finansdepartementet treffer beslutning om negativ filtrering og uttrekk av selskaper fra investeringsmulighetene etter tilrådning fra fondets etiske råd. Tilrådingene og beslutningene er offentlige. Departementet kan i særlige tilfeller utsette tidspunktet for offentliggjøring dersom det anses nødvendig for en finansielt forsvarlig gjennomføring av uttrekk av selskapet.

5.4.2

Fondets etiske råd består av fem medlemmer. Rådet har sitt eget sekretariat. Rådet avgir årlig rapport om sin virksomhet til Finansdepartementet.

5.4.3

Rådet gir tilrådning om hvorvidt en investering

kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser etter anmodning fra Finansdepartementet.

5.4.4

Rådet gir tilrådning om negativ filtrering av selskaper som:

- produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper eller
- selger våpen eller militært materiell til stater nevnt i punkt 3.2 i de utfyllende retningslinjene for forvaltningen av fondet.

Rådet gir tilrådning om å trekke selskaper ut av investeringsuniverset på grunn av handlinger eller unnlater som innebærer en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til:

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

Rådet tar opp saker under dette punkt på eget initiativ eller etter anmodning fra Finansdepartementet.

5.4.5

Rådet innhenter nødvendig informasjon på fritt grunnlag og sørger for at saken er så godt belyst som mulig før tilrådning om uttrekk eller utelukkelse fra investeringsuniverset gis. Rådet kan be Norges Bank om opplysninger om hvordan konkrete selskaper er håndtert i eierskapsutøvelsen. Henvendelse til vedkommende selskap skal skje gjennom Norges Bank. Vurderer rådet å tilrå uttrekk, skal utkast til tilrådning, sammen med grunnlaget for den, forelegges selskapet til uttalelse.

5.4.6

Rådet skal rutinemessig vurdere om grunnlaget for utelukkelse fortsatt er til stede og kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale Finansdepartementet at en beslutning om utelukkelse oppheves.

5.4.7

De avgjørelser Finansdepartementet fatter i forbindelse med tilrådning fra rådet, skal umiddelbart meddeles Norges Bank. Finansdepartementet kan be Norges Bank meddele de berørte selskaper hvilken avgjørelse departementet har fattet og begrunnelsen for avgjørelsen.

5.5 Utelukkelse av enkeltselskaper

Det skal føres liste over enkeltselskaper som er utelukket fra fondets investeringsunivers. Listen inngår som vedlegg til disse retningslinjene.

Vedlegg

Selskaper som er utelukket fra Statens pensjonsfond – Utlands investeringsunivers

Det vises til liste på Finansdepartementets hjemmeside på Internett.

Forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank

Følgende forvaltningsavtale for Statens pensjonsfond – Utland er inngått mellom Finansdepartementet og Norges Bank 12. februar 2001 og sist endret 22. desember 2005.

1. Avtalens innhold mv.

Staten ved Finansdepartementet har gitt Norges Bank i oppdrag å forestå den operative forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland («fondet»). Forvaltningen av fondet er regulert i lov om Statens pensjonsfond av 20. desember 2005, forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – utland og retningslinjer med utfyllende bestemmelser som er eller måtte bli vedtatt av Finansdepartementet. Denne avtale regulerer sammen med nevnte regelverk forholdet mellom Finansdepartementet og Norges Bank i forbindelse med forvaltningen av fondet.

Alle meddelelser som berører denne avtale, skal være skriftlige og undertegnet. Slike meddelelser skal sendes til Norges Bank Investment Management og til Avdeling for formuesforvaltning i Finansdepartementet.

2. Norges Banks plikter

2.1 Norges Banks ansvar

Norges Bank skal forvalte fondet i samsvar med

lov, økonomireglement for staten, forskrifter og andre vedtak og retningslinjer som gjelder for fondet, jf punktene 1 og 3.1. Saker av særlig viktighet skal forelegges Finansdepartementet.

Kvartals- og årsrapporter om forvaltningen av fondet som Norges Bank avgir, jf. forskriftens § 1, skal være bekreftet av Norges Banks Revisjon. Norges Bank skal uten ugrunnet opphold varsle departementet dersom det har funnet sted eller ventes å finne sted vesentlige endringer i fondets verdier. Norges Bank plikter å gi Finansdepartementet de opplysningene departementet ber om, herunder opplysninger i datalesbar form til selskap som bistår departementet i vurderingen av Norges Banks forvaltning av fondet.

Norges Bank er erstatningspliktig overfor staten for tap som følge av uaktsomhet eller forsett fra bankens side eller fra eksterne forvaltere eller eksterne tjenesteytere som banken har inngått avtale med, jf. avtalens pkt. 2.2 første ledd.

2.2 Forvaltning av fondet

Norges Bank kan benytte eksterne forvaltere og også for øvrig gjøre bruk av eksterne tjenesteytere ved forvaltningen av fondsmidlene. Slike forvaltere må ha betryggende interne etiske retningslinjer for sin egen virksomhet. Norges Bank er avtalepart med slike tjenesteytere, og skal føre tilsyn med deres virksomhet på vegne av fondet.

Finansdepartementet skal orienteres om valg av eksterne tjenesteytere av vesentlig betydning for forvaltningen og om grunnlaget for valget. Departementet skal motta kopier av vedleggene om godtgjøring i nye forvaltningsavtaler som Norges Bank har inngått med eksterne forvaltere i forbindelse med forvaltningen av fondet. Godtgjøring til eksterne forvaltere skal skje slik at fondet beholder den vesentligste delen av økninger i meravkastningen. Finansdepartementet kan kreve å få seg forelagt alle kontrakter Norges Bank har inngått i forbindelse med forvaltningen av fondet.

2.3 Endringer i forskrifter, retningslinjer mv.

Etter anmodning fra Finansdepartementet skal Norges Bank gi departementet råd om endringer i rammevilkårene for forvaltningen, herunder forskrifter, vedtak og retningslinjer som departementet fastsetter. Norges Bank kan også fremme egne forslag om endringer i rammevilkårene dersom banken anser det hensiktsmessig.

2.4 Uttrekk og filtrering av enkelte finansielle instrumenter

Norges Bank skal etter anmodning fra Finansdepartementet eller fondets etiske råd innhente opplysninger fra nærmere angitte utstedere og gi disse opplysningene til rådet.

Dersom Finansdepartementet treffer vedtak om å utelukke bestemte finansielle instrumenter fra investeringsmulighetene til fondet, skal Norges Bank normalt gis en frist på åtte uker til å gjennomføre eventuelle nedslag fra fondet.

Norges Bank skal gi melding til Finansdepartementet når et nedslag er gjennomført. Finansdepartementet skal vurdere offentliggjøring av rådets og Finansdepartementets vurderinger fra sak til sak, jf. kgl. res. av 19. november 2004. Dersom forvaltningsmessige hensyn tilsier det, skal offentliggjøring søkes utsatt til etter at Finansdepartementet har mottatt melding om at nedslag er gjennomført.

2.5 Informasjon

Norges Bank skal innenfor offentlighetsloven og forvaltningslovens rammer, og etter nærmere retningslinjer fra Finansdepartementet, gi informasjon til offentligheten om utførelsen av forvalteropdraget.

3. Finansdepartementets plikter

3.1 Forskrifter retningslinjer mv.

Norges Bank skal ha anledning til å uttale seg før det foretas endringer i forskrifter, vedtak eller retningslinjer om forvaltningen, og skal ha varsel i rimelig tid for å kunne foreta eventuelle endringer i porteføljen.

3.2 Godtgjøring

Godtgjøringen skal skje i samsvar med Vedlegg 1 til denne avtale. Beregningsmåten for godtgjøringen kan innen 1. desember hvert år kreves endret av begge parter for det påfølgende kalenderår.

Godtgjøringen trekkes fra fondets brutto avkastning før netto avkastning tilføres fondets kronkonto pr. 31. desember hvert år. Norges Bank skal oversende sin beregning av godtgjøringen til Finansdepartementet så tidlig som mulig og senest en uke før endelig regnskapsavslutning.

3.3 Kreditering

Finansdepartementet foretar eventuelle overføringer av midler fra statskassen til fondets kronkonto i Norges Bank. Meldingsfrist til Norges Bank og endelig kronebeløp som krediteres følger av de til enhver tid gjeldende retningslinjer for rebalansering av fondet.

3.4 Debitering

Finansdepartementet gir Norges Bank melding i rimelig tid for tilpasning av porteføljen før det foretas trekk på fondet. Finansdepartementet gir beskjed om hvilken konto overføringen skal godskrives.

3.5 Skattespørsmål

Finansdepartementet skal bidra til å frembringe den dokumentasjon som er nødvendig for å avklare skatteposisjonen for de plasseringer av fondets midler som er foretatt i utlandet.

4. Endringer og oppsigelse

4.1 Endringer

Avtalen skal endres når endringer i lov eller forskrift, vedtak eller retningslinjer tilsier det. For øvrig kan denne avtale med vedlegg ikke endres uten etter skriftlig samtykke fra begge parter.

4.2 Oppsigelse mv.

Dersom ingen av partene innen 31. desember i et år har gitt skriftlig melding om at avtalen skal opphøre pr. 31. desember påfølgende år, vil avtalen løpe ytterligere ett år om gangen inntil slik melding blir gitt.

Finansdepartementet gir nærmere regler og instruksjoner ved avvikling av forvaltningsoppdraget, herunder om sluttvederlag og annen godtgjøring til Norges Bank i forbindelse med avviklingen. Punkt 3.1 gjelder tilsvarende.

Oslo, den 22.12.2005

For Finansdepartementet
For Norges Bank

Vedlegg 1

Godtgjøring for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Godtgjøringen skal dekke de kostnader Norges Bank har ved forvaltningen av fondet. For 2008 vil dog kostnader utover 10,0 basispunkter av fondets gjennomsnittlige markedsverdi ikke bli dekket. Beregning av gjennomsnittsbeløpet baseres på markedsverdien av fondets portefølje regnet i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret. I tillegg til kostnadsdekning innenfor den øvre grensen godtgjøres Norges Bank for den del av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Regler for innfasing av nye vektorer i den strategiske referanseporteføljen

Unntatt offentlighet, jf. offentleglova § 23 første ledd, jf. § 12 bokstav c).

Lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet

§ 1. Formål

Folketrygdfondet skal i eget navn forvalte motverdien av kapitalinnskuddet Statens pensjonsfond – Norge på oppdrag fra departementet, jf. lov 21. desember 2005 om Statens pensjonsfond § 2. Folketrygdfondet skal også utføre andre forvalteroppgaver som departementet tillegger Folketrygdfondet.

§ 2. Eier

Folketrygdfondet eies av staten alene.

§ 3. Partsstilling

Folketrygdfondet er et eget rettssubjekt.

§ 4. Vedtekter

Folketrygdfondet skal ha vedtekter som fastsettes av departementet.

§ 5. Registrering i Foretaksregisteret

Folketrygdfondet skal registreres i Foretaksregisteret.

§ 6. Forholdet til annen lovgivning

Forvaltningsloven gjelder ikke for Folketrygdfondet. Forvaltningslovens regler om inhabilitet og taushetsplikt gjelder likevel for Folketrygdfondets tillitsvalgte, ansatte og andre som utfører tjeneste eller arbeid for Folketrygdfondet. Taushetsplikt gjelder ikke overfor departementet.

Folketrygdfondet regnes som offentlig organ etter lov 4. desember 1992 nr. 126 om arkiv § 2 bokstav g.

§ 7. Statens egenkapitalinnskudd og ansvar

Staten skal ved opprettelsen av Folketrygdfondet gjøre et egenkapitalinnskudd. Endringer av innskuddet og anvendelse av overskudd på innskuddet kan vedtas av departementet.

Staten hefter ikke for Folketrygdfondets forpliktelser.

§ 8. Styret

Folketrygdfondet skal ha et styre bestående av ni medlemmer, som med personlige varamedlemmer oppnevnes av Kongen for fire år om gangen, inntil regnskapet er avsluttet for det fjerde året etter oppnevningen.

Ved behandling av administrative saker suppleres styret med ytterligere ett styremedlem og én observatør som velges av og blant de ansatte.

Styremedlemmer og varamedlemmer kan tre tilbake før tjenestetiden er ute med rimelig forhåndsvarsel til departementet.

Dersom styremedlemmer eller varamedlemmer fratrer eller dør i løpet av den tid de er oppnevnt for, skal nytt medlem eller varamedlem oppnevnes for den gjenstående tid.

Kongen utpeker lederen for styret. Styret velger nestlederen blant sine medlemmer.

Styremedlemmer og varamedlemmer skal ha godtgjøring som fastsettes av departementet.

Aksjeloven § 20-6 gjelder tilsvarende for Folketrygdfondet.

§ 9. Styrets ledelse og tilsynsansvar

Forvaltningen av Folketrygdfondet hører under styret.

Styret skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten. Styret skal holde seg orientert om Folketrygdfondets virksomhet og plikter å påse at virksomheten, herunder regnskap og formuesforvaltning, er gjenstand for betryggende kontroll.

Styret skal føre tilsyn med administrasjonens ledelse av Folketrygdfondet og virksomheten for øvrig.

Aksjeloven § 6-17 gjelder tilsvarende for styret i Folketrygdfondet.

§ 10. Administrerende direktør

Administrerende direktør i Folketrygdfondet tilsettes av styret. Administrerende direktørs godtgjøring og pensjon fastsettes av styret med orientering til departementet.

Administrerende direktør står for den daglige ledelse av Folketrygdfondets virksomhet og skal følge de retningslinjer og pålegg som styret har gitt.

Den daglige ledelse omfatter ikke saker som er av uvanlig art eller stor betydning.

Administrerende direktør skal sørge for at Folketrygdfondets regnskap oppfyller kravene som følger av § 12 i denne lov og at formuesforvaltningen er ordnet på betryggende måte.

Aksjeloven § 6-17 gjelder tilsvarende for administrerende direktør i Folketrygdfondet.

§ 11. Representasjon utad

Styret representerer Folketrygdfondet utad og tegner dets firma.

Styret kan gi styremedlemmer eller administrerende direktør rett til å tegne Folketrygdfondets firma. Slik fullmakt kan fastsettes i vedtektene, som også kan begrense styrets myndighet til å gi rett til å tegne Folketrygdfondets firma.

Administrerende direktør representerer Folketrygdfondet utad i saker som faller innenfor hans eller hennes myndighet etter § 10 i denne lov.

Har noen som representerer Folketrygdfondet utad ved handling på vegne av Folketrygdfondet overskredet sin myndighet, er handlingen ikke bindende for Folketrygdfondet dersom medkontrahenten innså eller burde innse at myndigheten er overskredet og det derfor ville stride mot redelighet å gjøre rett etter handlingen gjeldende.

§ 12. Årsregnskap og årsberetning

Folketrygdfondet er regnskapspliktig etter regnskapsloven og bokføringspliktig etter bokføringsloven. Departementet kan i forskrift utfylle eller fravike bestemmelser i regnskapsloven for Folketrygdfondet.

Årsregnskap og årsberetning godkjennes av departementet og meddeles Stortinget.

§ 13. Revisjon

Folketrygdfondet skal ha revisor som velges av departementet. Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om revisjon.

Revisors godtgjøring skal godkjennes av departementet.

Styret skal utpeke Folketrygdfondets internrevisjon. Styret skal hvert år godkjenne internrevisjonens ressurser og planer. Internrevisjonen rapporterer til styret.

§ 14. Riksrevisjonens kontroll

Riksrevisjonen fører kontroll med forvaltningen av statens interesser og kan foreta undersøkelser i Folketrygdfondet etter lov 7. mai 2004 nr. 21 om Riksrevisjonen og instruks fastsatt av Stortinget.

§ 15. Utfyllende regler

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler for Folketrygdfondet.

§ 16. Ikrafttredelse og endringer i andre lover

Loven trer i kraft fra den tid Kongen bestemmer.⁴

Fra den tid loven trer i kraft, gjøres følgende endringer i andre lover:

1. I lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven) gjøres følgende endringer:

§ 2-30 nr. (1) bokstav e nr. 7 skal lyde:

7. Folketrygdfondet

§ 2-30 nr. (1) bokstav f skal lyde:

f. folketrygden

2. I lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond oppheves § 7 annet punktum.

§ 17. Overgangsbestemmelser

Overføring til det selvstendige rettssubjektet Folketrygdfondet av forpliktelser knyttet til forvaltningsorganet Folketrygdfondet har frigjørende virkning for staten. Fordringshavere og andre rettighetshavere kan ikke motsette seg overføringen eller gjøre gjeldende at overføringen utgjør en bortfallsgrunn for rettsforholdet.

Lov 4. mars 1983 nr. 3 om statens tjenestemenn m.m. (tjenestemannsloven) § 13 nr. 2-6 om fortrinnsrett til annen statsstilling og ventelønn, skal fortsatt gjelde for arbeidstakere i forvaltningsorganet Folketrygdfondet som blir sagt opp

⁴ Fra 1 jan 2008 iflg. res. 29 juni 2007 nr. 937.

av grunn som nevnt i tjenestemannsloven § 13 nr. 1 bokstav a, b og c, og som var omfattet av disse reglene før lovens ikrafttredelse. Fortrinnsretten til annen statsstilling og retten til ventelønn etter forrige punktum opphører tre år etter lovens ikrafttredelse.

Øvrige overgangsbestemmelser fastsettes av Kongen.

Forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

Hjemmel: Fastsatt av Finansdepartementet 7. november 2007 med hjemmel i lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet § 15.

§ 1. Forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge

Folketrygdfondet skal forvalte Statens pensjonsfond – Norge (heretter kalt «pensjonsfondet») på vegne av Finansdepartementet.

§ 2. Plassering av pensjonsfondet

Pensjonsfondet er et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet. Folketrygdfondet skal i eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd.

Styret i Folketrygdfondet har ansvaret for at pensjonsfondets midler plasseres med sikte på høyest mulig avkastning over tid i norske kroner innenfor de rammer som følger av lov, forskrift og utfyllende retningslinjer for forvaltningen.

§ 3. Regnskapsmessig avkastning

Verdien av pensjonsfondet settes lik verdien av porteføljen av finansielle instrumenter og kontantinnskudd. Porteføljer resultatet med fradrag for godtgjøring til Folketrygdfondet tillegges kapitalen pr. 31. desember hvert år.

§ 4. Investeringsunivers

Pensjonsfondet skal plasseres i en aksje- og renteportefølje i henhold til følgende fordeling:

Egenkapitalinstrumenter 50-70 pst.
Rentebærende instrumenter 30-50 pst.

Egenkapitalinstrumenter omfatter aksjer, grunnfondsbevis, konvertible obligasjoner og obligasjoner med kjøpsrett til aksjer tatt opp til handel på regulert markedsplass. Det kan benyt-

tes finansielle instrumenter, herunder derivater, i styring av aksje- og renteporteføljen. Folketrygdfondet kan inngå salgs- og gjenkjøpsavtaler knyttet til egenkapitalinstrumenter og rentebærende instrumenter der erververen av instrumentene etter avtalen har plikt til å tilbakeføre disse til selger.

Aksjeporteføljen skal plasseres i egenkapitalinstrumenter tatt opp til handel på regulert markedsplass i henhold til følgende fordeling:

Norge 80-90 pst.
Danmark, Finland og Sverige 10-20 pst.

Renteporteføljen skal plasseres i rentebærende instrumenter hvor utsteder er hjemmehørende i Danmark, Finland, Sverige og Norge, eller har egenkapital tatt opp til handel på regulert markedsplass i disse landene, i henhold til følgende fordeling:

Norge 80-90 pst.
Danmark, Finland og Sverige 10-20 pst.

Inntil 2,5 pst. av pensjonsfondets kapital kan plasseres i norske aksjer som ikke er tatt opp til handel på regulert markedsplass dersom selskapet har søkt eller har konkrete planer om å søke optak på slik markedsplass.

Folketrygdfondet kan beholde aksjer i norsk selskap som i forbindelse med oppkjøp, fusjon e.l. endrer status til å bli utenlandsk selskap.

Finansdepartementet kan fatte beslutninger om å utelukke selskaper fra Folketrygdfondets investeringsunivers.

§ 5. Referanseportefølje og relativ volatilitet

Finansdepartementet fastsetter en referanseportefølje for pensjonsfondet.

Den forventede forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen målt ved forventet relativ volatilitet på annualisert basis, skal maksimalt være 3 prosentpoeng. Det skal ikke tas valutaposisjoner i den aktive forvaltningen av pensjonsfondet.

§ 6. Eie av andeler

Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av aksjekapital eller grunnfondskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 5 prosent av aksjekapital eller grunnfondskapital i ett enkelt selskap i Danmark,

Finland og Sverige. Et selskaps eie av egne andeler skal ikke tas med ved beregning etter denne bestemmelsen.

§ 7. Risikostyring

Styret skal påse at det er betryggende risikostyring og kontrollrutiner i forvaltningen av pensjonsfondet.

§ 8. Eierskapsutøvelse og etikk

Folketrygdfondet skal ved sin eierskapsutøvelse ha som overordnet mål å sikre pensjonsfondets finansielle interesser.

Folketrygdfondet skal ha etiske retningslinjer for forvaltningen av pensjonsfondet.

§ 9. Års- og halvårsrapportering

Folketrygdfondet skal utarbeide årsrapport og halvårsrapport for forvaltningen av pensjonsfondet.

§ 10. Utfyllende regler

Finansdepartementet kan gi nærmere bestemmelser til utfylling og gjennomføring av reglene. Finansdepartementet kan i særlige tilfeller fravike § 4 – § 6.

§ 11. Ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft 1. januar 2008. Fra samme tidspunkt oppheves forskrift 15. desember 2006 nr. 1419 om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge.

Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

Disse retningslinjene gir utfyllende bestemmelser til lov om Statens pensjonsfond og forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge («forskriften»).

Innhold:

1. Referanseportefølje og investeringsunivers
2. Rebalansering av referanseporteføljen
3. Krav til styring og kontroll av risiko, verdivurdering og avkastningsmåling
4. Rapportering
5. Eierskapsutøvelse og etikk
6. Overgangsbestemmelser

1. Referanseportefølje og investeringsunivers – forskriften §§ 4-5

1.1 Strategisk referanseportefølje – aktivaklasser

Den strategiske referanseporteføljen er satt sammen av 40 pst. rentebærende instrumenter og 60 pst. egenkapitalinstrumenter.

1.2 Strategisk referanseportefølje for rentebærende instrumenter

Den strategiske referanseporteføljen for rentebærende instrumenter har følgende sammensetning:

- 85 pst. av porteføljen skal bestå av Barclays Capital Global Aggregate (BCGA) Norge. Denne delen av referanseporteføljen kan bestå av lån utstedt i følgende valutaer: NOK, EUR, GBP, USD, SEK og DKK. Referanseporteføljen skal bestå av en privat del og en statsdel, med følgende sammensetning:
 - Statsobligasjonsdelen av indeksen (Barclays Capital Global Treasury Norway) skal ha en vekt på 30 pst. av samlet indeksverdi for BCGA, målt ved hvert månedsskifte (dvs. det tidspunktet Barclays benytter for indeksendringer).
 - Den private delen av indeksen (BCGA Norway) skal ha en vekt på 70 pst. av samlet indeksverdi for BCGA, målt ved hvert månedsskifte (dvs. det tidspunktet Barclays benytter for indeksendringer).

Denne delen av referanseporteføljen skal kurssikres mot norske kroner.

- 15 pst. av porteføljen skal bestå av Barclays Capital Global Aggregate Bond Index Scandinavia (ex Norge). Denne delen av referanseporteføljen kan bestå av lån utstedt i følgende valutaer: DKK, SEK, EUR, GBP og USD.

Denne delen av referanseporteføljen skal ikke kurssikres mot norske kroner.

Ved hvert månedsskifte endres sammensetningen av referanseindeksen i henhold til de endringer i sammensetning som Barclays Capital gjennomfører.

1.3 Strategisk referanseportefølje for egenkapitalinstrumenter

Den strategiske referanseporteføljen for egenkapitalinstrumenter har følgende sammensetning:

- 85 pst. av porteføljen skal bestå av Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX).

- 15 pst. av porteføljen skal bestå av VINX Benchmark (CMVINXBXINN) utbyttejustert for investor med norsk skatteposisjon. Selskaper som er børsnotert i Island og Norge inngår ikke i indeksgrunnlaget. Selskaps- og regionfordelingen innenfor Norden (ex Norge og Island) fastsettes på grunnlag av indeksleverandørens regelverk for aksjeindeksen VINX Benchmark. Referanseporteføljen skal ikke kurssikres mot norske kroner.

1.4 Investeringsunivers og markedsplass

Når aksjeselskap som inngår i porteføljen til Statens pensjonsfond – Norge blir tatt av børs, skal Folketrygdfondet avhende aksjene senest innen tre måneder etter at selskapets børsnotering opphørte.

For norske aksjeselskap notert på Oslo Børs som blir gjenstand for oppkjøp, fusjon eller lignende gjelder ikke regelen i første ledd.

2. Rebalansering av referanseporteføljen

– forskriften § 5

Unntatt offentlighet, jf. offentleglova § 23 første ledd, jf. § 12 bokstav c).

3. Krav til styring og kontroll av risiko, verddivurdering og avkastningsmåling – forskriften §§ 5 og 7

Verdivurdering, avkastningsmåling og måling, styring og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Fondet kan ikke investeres i markeder, aktivaklasser eller instrumenter dersom oppfyllelse av disse kravene ikke kan dokumenteres.

Folketrygdfondet skal fastsette prinsipper for måling og styring av risiko og selskapets internkontroll. Videre skal Folketrygdfondet fastsette rammer for markeds-, kreditt-, motparts-, valutakurs- og operasjonell risiko. Rammene skal være konsistent med rammer gitt i lov, forskrift, utfyllende retningslinjer og være basert på beste internasjonale praksis.

Det skal etableres en struktur for delegering av ansvar og rapportering mellom de ulike delene av organisasjonen. Denne strukturen skal bidra til en hensiktsmessig arbeidsdeling og en betryggende rollefordeling mellom kontrollerende funksjoner og forvalterdelen av organisasjonen. Strukturen skal redusere uønskede virkninger av potensielle interessekonflikter og sikre nødvendig

uavhengighet og kontroll i oppfølgingen av forvaltningen.

3.1 Måling og styring av markedsrisiko

Det skal fastsettes prinsipper for måling og styring av markedsrisikoen i Statens pensjonsfond – Norge. Disse prinsippene skal være konsistent med lov, forskrift, utfyllende retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Beregning av forventet (ex ante) absolutt og relativ volatilitet skal gjøres i et system som modellerer markedsrisikoen knyttet til de finansielle instrumentene som fondet investerer i. Beste praksis på området skal benyttes med hensyn til instrumentmodellering, målemetoder, detaljeringsgrad (dekomponering) og målefrekvens. Markedsrisikoen skal måles slik at det kan godtgjøres at grensen for relativ risiko i Statens pensjonsfond – Norge overholdes til enhver tid.

Systemet skal aggregere risiko over aktivaklasser og finansielle instrumenter på en tilfredsstillende måte. Dette innebærer at absolutt og relativ risiko knyttet til de fire aktivaklassene (norske og nordiske aksjer og norske og nordiske renter) skal modelleres i et integrert system og at systemet skal behandle liknende instrumenter konsistent.

Risikomålingssystemet skal muliggjøre dekomponering av absolutt og relativ risiko langs relevante dimensjoner som enkeltposisjoner, porteføljer, aktivaklasser, instrumenttyper, land og sektorer.

Risikomålingssystemet skal være fleksibelt i den forstand at risikoen kan anslås ved hjelp av flere metoder, som for eksempel parametrisk metode, historiske simuleringer og Monte Carlo simuleringer. Videre skal systemet kunne beregne absolutt og relativ VaR for vilkårlige konfidensintervall for de tre metodene i tillegg til standard beregninger av absolutt og relativ volatilitet.

Risikoen knyttet til verdipapirporteføljene skal beregnes på en slik måte at estimert risiko i fondet over tid skal avvike minst mulig fra variasjonene i realisert absolutt avkastning og differanseavkastning. Folketrygdfondet skal på regelmessig basis og minst en gang per måned jamføre risikoprediksjoner mot realisert avkastning (backtest/validering).

Absolutt og relativ risiko for fondet og delporteføljene skal måles og rapporteres til Folketrygdfondets ledelse minst en gang per uke. Dekomponeringer av absolutt og relativ risiko skal måles og

rapporteres til fondets ledelse minst en gang per måned.

Det skal foreligge dokumentasjon av risikosystemets oppbygning (herunder flow chart som viser dataflyten), og det skal utarbeides arbeidsrutiner for drifting av systemet. Videre skal det føres en logg som inneholder informasjon om antall posisjoner i porteføljen, antall og type opplastede posisjoner til risikomålingssystemet, antall og type posisjoner som importeres til systemet med feil og antall og type posisjoner som ekskluderes fra risikomålingen.

Folketrygdfondet skal orientere Finansdepartementet ved valg av system og ved en eventuell senere endring av system. Endring av system for måling av risiko skal begrunnes. Videre skal Finansdepartementet orienteres om de valg som Folketrygdfondet gjør (eller som er systembestemt) med hensyn til «kalibrering» av systemet; herunder lengden på historiske tidsserier som ligger til grunn for estimering av volatilitet og korrelasjoner, avkastningsfrekvensen på disse seriene, bruk av nedvektingsfaktorer og risikoprediksjonshorisont.

I spesielle tilfeller kan Folketrygdfondet inngå finansielle kontrakter/derivater som risikomålingssystemet ikke håndterer på en tilfredsstillende måte. Omfanget av slike kontrakter skal være begrenset, og det skal føres en egen oversikt over instrumentene. Denne oversikten skal dekke fullmakter til å handle instrumentet, antall inngåtte kontrakter, tillatte motparter, anslått markedsverdi, beskrivelse av metode for beregning av markedsverdi, anslått risiko, beskrivelse av metode for estimering av risiko, fastsatte risikorammer og akkumulert tap/gevinst. Finansdepartementet skal orienteres om inngåelser av slike kontrakter/instrumenter i oppfølgingsmøter mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet.

I tilfeller der systemet ikke modellerer risikoen knyttet til det finansielle instrumentet, skal anslag på risiko knyttet til instrumentet aggregeres med risikoen knyttet til den modellerte delen av porteføljen. Aggregeringen skal være basert på konservative anslag og metoder slik at det er større sannsynlighet for at den forventede absolutte og relative volatiliteten blir overvurdert enn undervurdert. Metode for aggregering og underliggende forutsetninger skal dokumenteres.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av foretakets styring av markedsrisiko. Disse skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

3.2 Måling og styring av kredittrisiko

Det skal fastsettes prinsipper for måling og styring av kredittrisikoen knyttet til obligasjonsporteføljen i Statens pensjonsfond – Norge. Disse prinsippene skal være konsistente med lov, forskrift, utfyllende retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Kredittrisiko er knyttet til sannsynligheten for at en utsteder skal gå konkurs eller av annen grunn ikke betaler renter og avdrag ved forfall. De minst avanserte systemene for måling av markedsrisiko fanger ikke opp kredittrisiko, mens de mer avanserte systemene måler risikoen knyttet til variasjoner i differansen mellom renten på foretaks- og statsobligasjoner (kredittspreaden).

Med kredittrisiko skal i denne sammenheng forstås den delen av kredittrisikoen knyttet til obligasjonsporteføljen, som ikke fanges opp av systemet for måling av markedsrisiko.

Kredittrisiko skal enten måles i et porteføljekredittrikosystem eller et system for beregning av konkurssannsynligheter. Rammer og fullmakter skal fastsettes i relasjon til kredittrisikomålingssystemet.

3.3 Måling og styring av motpartsrisiko

Det skal fastsettes prinsipper for måling og styring av motpartsrisikoen i Statens pensjonsfond – Norge. Disse prinsippene skal være konsistent med lov, forskrift, utfyllende retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Folketrygdfondet skal ha betryggende rutiner og systemer for utvelgelse og evaluering av motparter. Oppfølgingssystem og målefrekvens for kontroll av motpartseksposering og motpartsrisiko, herunder krav til minimum kredittvurdering og eksponeringsrammer, skal følge beste praksis på området.

Motparter for usikrede innskudd, ikke-børsnoterte derivathandler og andre typer kontrakter som påfører Folketrygdfondet motpartsrisiko, skal ha en langsiktig kredittvurdering på minimum A-/A3/A- fra minst ett av de tre byråene Fitch, Moody's eller Standard & Poor's. Folketrygdfondet kan plassere usikrede innskudd og inngå ikke-børsnoterte derivathandler mv. med norske motparter som ikke er kredittvurdert av noen av de tre byråene. I slike tilfeller skal Folketrygdfondet gjennomføre en kredittvurdering av den aktuelle motparten før innskudd gjøres eller derivathandler inngås. Vurderingen skal dokumenteres og gjentas regelmessig og minst en gang per år og ellers når det inn-

treffer hendelser i markedet generelt og i forhold til motparten spesielt, som er relevant for vurderinger av motpartens evne til å innfri sine forpliktelser. Det skal ikke plasseres usikrede innskudd, inngås ikke-børsnoterte derivathandler eller andre typer kontrakter med en motpart med mindre resultatet av Folketrygdfondets kredittvurdering tilsier at kredittrisikoen tilknyttet motparten ikke er større enn det som følger av kredittvurderingbyråenes krav til foretak som tildeles minst A-/A3/A-rating. I særlige tilfeller kan Folketrygdfondet gjøre unntak fra disse minimumskravene for en sentral eksisterende motpart. Finansdepartementet orienteres i ettertid dersom slike unntak er gitt.

Folketrygdfondet må fastsette utfyllende krav til kredittvurdering, sikkerhetsstillelse, eksponeringsrammer, håndtering av sikkerheter og nettingarrangementer som er hensiktsmessige i den operative forvaltningen, og måle samlet eksponering overfor motparter i henhold til internasjonalt anerkjente metoder som tilfredsstillende nødvendige krav til etterprøvnbarhet og nøyaktighet.

Utenlandske banker kan benyttes som motpart i valutahandel, derivathandel og ved bankinnskudd, såfremt motparten er juridisk hjemmehørende i USA, Storbritannia, Danmark, Finland, Frankrike, Italia, Nederland, Spania, Sverige og Tyskland.

Det skal foreligge dokumentasjon av systemet for beregning av motpartseksponering og –risiko (herunder flow chart som viser dataflyten), og det skal utarbeides arbeidsrutiner for drifting av systemet. Det skal dokumenteres at alle relevante instrumenter og posisjoner inkluderes i beregningene av motpartseksponering og –risiko.

Det forutsettes at Folketrygdfondet orienterer Finansdepartementet om oppbygningen av gjeldende system og ved en eventuell senere endring av systemet. Endring av system for måling av motpartsrisiko og –eksponering skal begrunnes.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av foretakets styring av motpartsrisiko. Disse skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

3.4 Måling og styring av valutakursrisiko

Det skal fastsettes prinsipper for måling og styring av valutakursrisikoen i Statens pensjonsfond – Norge. Disse prinsippene skal være konsistent med lov, forskrift, utfyllende retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Folketrygdfondet skal ikke ta eksplisitte valutaposisjoner som del av den aktive forvaltningen

av Statens pensjonsfond – Norge verken relativt til de to nordiske delreferanseporteføljene eller mot norske kroner.

Som følge av den aktive forvaltningen, vil valutaforordelingen i faktisk portefølje kunne avvike fra valutaforordelingene i referanseporteføljen. I slike tilfeller skal Folketrygdfondet gjennom en praktisk tilnærming søke å utlikne valutakurseksponeringen.

Over tid skal fondet ikke være konsistent over eller undervektet i forhold til valutavektene i referanseporteføljen.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av foretakets styring av valutakursrisiko. Disse skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

3.5 Måling og styring av operasjonell risiko

Det skal fastsettes prinsipper for måling og styring av den operasjonelle risikoen i Folketrygdfondet.

Rammeverket for operasjonell risikostyring skal etableres i samsvar med lover og forskrifter, vedtekter og retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Folketrygdfondet skal definere og avgrense innholdet i begrepet operasjonell risiko. Definisjonen skal minst omfatte følgende operasjonelle hendelser: 1) intern svindel, som feilrapportering av posisjoner, tyveri og innsiddehandel, 2) ekstern svindel, som ran, forfalskning og computer-hacking, 3) misbruk av konfidensiell informasjon, ikke-autoriserte handler og kjøp/salg av ikke-godkjente instrumenter, 4) skade på fysiske eiendeler som følge av terrorisme, vandalisme, brann etc., 5) diskontinuitet i løpende virksomhet og systemfeil, som følge av for eksempel feil i hardware/software, telekommunikasjoner og strømbrudd og 6) inntasting av feil data, utilstrekkelig kvalitetssikring av data, mangelfull håndtering av sikkerheter, ufullstendig juridisk dokumentasjon, uenighet med leverandører etc.

Operasjonelle risikofaktorer skal identifiseres, vurderes etter sannsynlighet og konsekvens, overvåkes og kontrolleres/håndteres. Beslutninger om ikke å stenge eventuelle gap mellom Folketrygdfondets praksis og beste praksis på området skal dokumenteres og begrunnes.

Den operasjonelle risikoen skal være identifisert, dokumentert og skal kunne måles og kontrolleres før ny virksomhet (som for eksempel plassering i nye instrumenter, aktivaklasser, motparter, eksterne tjenesteytere, IT-systemer mv.) igangsettes.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av foretakets styring av operasjonell risiko. Disse skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

3.6 Verdivurdering og avkastningsmåling

Det skal fastsettes prinsipper for prising og avkastningsmåling av ulike finansielle instrumenter.

Aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrumenter skal bokføres til markedsverdi.

Verdifastsettelsen skal skje daglig og være basert på markedspriser. I de tilfeller det ikke er tilgang til børsnoterte priser, kan Folketrygdfondet hente inn prisanslag fra marked-makere og meglere og nytte et gjennomsnitt av disse prisene i verdsettingen av porteføljen. Når verken børspriiser eller megleranslag er tilgjengelig kan verdivurderingen baseres på anerkjente prismodeller.

I de tilfeller markedspriser ikke kan observeres skal metoden for å fastsette markedsverdien av finansielle instrumenter være basert på beste praksis, etterprøvd og gi uttrykk for den virkelige verdien (fair value) av fondets eiendeler på måletidspunktet.

Folketrygdfondet skal etablere skriftlige rutiner for verdifastsetting av finansielle instrumenter. Disse rutinene skal inneholde et prisingshierarki for de ulike typene instrumenter. Metodikken som ulike prisingmodeller baseres på, skal dokumenteres skriftlig og sentrale forutsetninger skal fremheves. Det skal være konsistens i metodebruk og variabelforutsetninger.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av foretakets prosedyrer for fastsetting av porteføljens markedsverdi og avkastning. Disse skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

3.7 Foretakets internkontroll

Det skal fastsettes prinsipper for selskapets internkontroll, som blant annet dekker rollefordelingen mellom styret og administrasjonen og øvrige kontrollerende funksjoner.

Internkontrollen skal etableres i samsvar med lover og forskrifter, vedtekter og retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Styret og ledelsen skal kontrollere at internkontrollen gjennomføres, overvåkes og dokumenteres. Det skal foreligge en oppdatert dokumentasjon over hvilke kontrolltiltak som er etablert med henvisning til instruksjer, fullmakter og arbeids-/rutinebeskrivelser.

Før investeringer i nye markeder, instrumenter og valutaer godkjennes internt i Folketrygdfondet, skal det gjennomføres en grundig prosess som i hvert enkelt tilfelle beskriver hvordan fondet vil håndtere problemstillinger knyttet til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko for investeringer i det enkelte marked, instrument og valuta. Prosedyren skal omfatte en vurdering opp mot de krav som følger av punktene 3.1 til 3.6 i utfyllende retningslinjer. Slike vurderinger skal dokumenteres.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av internkontrollsystemet. Slike evalueringer skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

4. Rapportering – forskriften § 9

Årsrapportene som Folketrygdfondet utarbeider etter forskriftens § 9, skal bl.a. inneholde:

- Folketrygdfondets strategiplan og investeringsstrategi for fondet.
- En beskrivelse av hovedelementene i selskapets interne kontroll og risikostyring.
- En opplisting av alle vesentlige eksterne tjenesteleverandører, inkl. fullstendig opplisting av eksterne forvaltere.
- En redegjørelse for de standarder Folketrygdfondet benytter i verdivurdering (regnskapet), avkastningsmåling, samt styring, måling og kontroll av identifiserte risikofaktorer (markedsrisiko, motpartsrisiko og operasjonell risiko).
- Rapportering av fondets absolutte og relative avkastning målt i norske kroner, månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser og de fire delporteføljene.
- Rapportering av kostnader knyttet til Finansdepartementets beslutninger om endringer i fondets referanseportefølje.
- Rapportering av fondets absolutte og relative markedsrisiko (volatilitet), månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser og på de fire delporteføljene.
- Sammensetning av renteporteføljen etter hovedgrupper av kredittvurderingskarakter. Tilsvarende for rentereferanseporteføljen.
- En oversikt over nye instrumenter som porteføljen har vært investert i.
- Oversikt over fondets plasseringer i forhold til forskriftens kvantitative bestemmelser.
- En liste over selskaper som er trukket ut av investeringsuniverset.
- Regnskapsrapportering iht. Folketrygdfondets regnskapsprinsipper.

- Fullstendig opplisting av aksjer og obligasjoner pr. 31.12.
- Oversikt over fordeling av driftskostnader i Folketrygdfondet.

Halvårsrapportene som Folketrygdfondet utarbeider skal bl.a. inneholde:

- Rapportering av fondets absolutte og relative avkastning målt i norske kroner – samlet, for aktivaklasser og for de fire delporteføljene. Beskrivelse av viktige bidrag til relativ avkastning.
- Rapportering av fondets absolutte og relative markedsrisiko (volatilitet), månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser og de fire delporteføljene. Beskrivelse av viktige bidrag til relativ risiko.
- Sammensetning av renteporteføljen etter hovedgrupper av kredittvurderingskarakter.
- Oversikt over fondets plasseringer i forhold til forskriftens kvantitative bestemmelser.
- En liste over selskaper som er trukket ut av investeringsuniverset.
- Regnskapsrapportering iht. Folketrygdfondets regnskapsprinsipper.

5. Eierskapsutøvelse og etikk – forskriften § 8

5.1 Etisk grunnlag

De etiske retningslinjene for forvaltningen av Statens pensjonsfond bygger på to grunnlag:

- Statens pensjonsfond eies av det norske folk og kommende generasjoner av nordmenn. Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling.
- Statens pensjonsfond skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlatelser som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljødelegger.

5.2 Virkemidler for å integrere etiske hensyn

Det etiske grunnlaget for fondet skal fremmes gjennom følgende virkemidler:

- Eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FNs Global Com-

pact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper.

- Filtrering og uttrekk av selskaper etter Finansdepartementets beslutning i tråd med pkt. 5.4.1.

5.3 Eierskapsutøvelse

5.3.1

Det overordnede målet for Folketrygdfondets utøvelse av eierrettigheter for Statens pensjonsfond – Norge er å sikre fondets finansielle interesser. Utøvelsen av eierrettighetene skal bygge på at fondet har en lang tidshorisont for sine investeringer. Eierskapsutøvelsen skal i hovedsak baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsstyring og flernasjonale selskaper, samt Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. Det skal framgå av Folketrygdfondets interne retningslinjer for utøvelse av eierrettighetene hvordan disse prinsippene integreres i eierskapsutøvelsen.

5.3.2

Folketrygdfondet skal årlig rapportere om sin utøvelse av eierrettigheter i samsvar med departementets retningslinjer for eierskapsutøvelse og etikk.

5.4 Filtrering og uttrekk

5.4.1

Dersom Finansdepartementet i henhold til de Etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utland, punkt 4.1, treffer beslutning om negativ filtrering eller uttrekk av et selskap som Statens pensjonsfond – Utland er investert i, får beslutningen tilsvarende virkning for investeringsmulighetene til Statens pensjonsfond – Norge.

6. Overgangsbestemmelser til retningslinjene gitt i punkt 1-5

Unntatt offentlighet, jf. § 23 første ledd, jf. § 12 bokstav c).

Forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet

Følgende forvaltningsavtale for Statens pensjonsfond – Utland er inngått mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet 17. desember 2008.

1. Bakgrunn

Folketrygdfondet skal forestå den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge («pensjonsfondet»), jf. lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet. Pensjonsfondet er et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet som Folketrygdfondet skal videreplassere i eget navn i en særskilt portefølje av finansielle instrumenter og kontantinnskudd i samsvar med lov, forskrift og utfyllende retningslinjer.

Denne avtalen regulerer, sammen med lov om Statens pensjonsfond av 21. desember 2005, lov om Folketrygdfondet av 29. juni 2007, forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge med utfyllende retningslinjer og vedtekter for særlovselskapet Folketrygdfondet, forholdet mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet i forbindelse med forvaltningen av pensjonsfondet.

2. Pensjonsfondet

2.1 Innskuddet

Pensjonsfondet anbringes som et fremmedkapitalinnskudd i Folketrygdfondet.

Verdien av pensjonsfondet settes til en hver tid lik verdien av Folketrygdfondets særskilte portefølje av finansielle instrumenter og kontantinnskudd.

2.2 Avkastning

Avkastningen av pensjonsfondet er lik avkastningen av Folketrygdfondets særskilte plasseringer. Avkastningen av plasseringene legges løpende til pensjonsfondet. Godtgjørelse til Folketrygdfondet kan trekkes fra pensjonsfondets avkastning i tråd med avtalens punkt 4.1.

3. Folketrygdfondets plikter

3.1 Forvaltning av pensjonsfondet

Folketrygdfondet plikter å forvalte pensjonsfondet i henhold til denne avtale og innenfor de rammer som er fastsatt i eller i medhold av lov, forskrift, vedtekter og utfyllende retningslinjer for forvaltningen av pensjonsfondet.

3.2 Informasjonsplikt

Folketrygdfondet plikter å gi Finansdepartementet de opplysninger Finansdepartementet ber om,

herunder opplysninger i datalesbar form til Finansdepartementet og til eksterne tjenesteytere som bistår Finansdepartementet. Folketrygdfondet skal gi Finansdepartementet informasjon som spesifisert i Vedlegg 1 til denne avtalen.

Folketrygdfondet skal straks varsle Finansdepartementet dersom særskilte forhold gjør at det har funnet sted eller ventes å finne sted vesentlige endringer i verdien av pensjonsfondet.

Folketrygdfondet skal gjennom års- og halvårsrapporter gi informasjon til offentligheten om utføringen av forvalteroppdraget. Nærmere om krav til denne rapporteringen er gitt i utfyllende retningslinjer.

3.3 Bruk av eksterne forvaltere mv.

Folketrygdfondet kan bare benytte eksterne forvaltere og andre eksterne tjenesteytere i forvaltningen av pensjonsfondet (utkontraktering) i samsvar med bestemmelsene i denne avtale.

Ved utkontraktering beholder Folketrygdfondet det fulle ansvar overfor Finansdepartementet for oppfyllelse av Folketrygdfondets forpliktelser etter denne avtale.

Ved utkontraktering plikter Folketrygdfondet bl.a. å:

1. sikre at internkontroll og evne til å påse etterlevelsen av forpliktelsene etter denne avtale ikke forringes eller vanskeliggjøres,
2. sikre at oppdragstaker har den nødvendige kompetanse, kapasitet og de tillatelser som kreves for å kunne utføre de aktuelle oppgavene,
3. sikre at oppdragstaker fører tilsyn med de utkontrakterte funksjonene og håndterer den risiko som følger med oppdraget,
4. til enhver tid ha kompetanse, ressurser og egnede rutiner for å kunne gjennomføre løpende kontroll med oppdragstaker for å påse at utkontrakterte oppdrag blir tilfredsstillende utført, og for å kunne håndtere risiko forbundet med den utkontrakterte virksomheten,
5. treffe tilstrekkelige tiltak dersom oppdragstaker ikke utfører oppdraget i samsvar med regler gitt i lov og forskrift eller dersom utførelsen ellers ikke er tilfredsstillende,
6. sørge for at oppdragstaker underretter Folketrygdfondet om endringer eller hendelser som merkbart kan påvirke oppdragstakers mulighet til å utføre sine oppgaver,
7. sikre at avtalen om utkontraktering kan sies opp av Folketrygdfondet uten at det påvirker kontinuiteten og kvaliteten på Folketrygdfondets tjenester,

8. sikre at Folketrygdfondet og oppdragstaker har en beredskapsplan for fortsatt virksomhet ved eventuelle uforutsette hendelser og gjennomfører regelmessig testing av oppdragstakers rutiner for sikkerhetskontroll, dersom dette er relevant for den utkontrakterte virksomheten.
9. sikre at Folketrygdfondet og revisor har faktisk tilgang på opplysninger knyttet til den utkontrakterte virksomheten og til oppdragstakers lokaler,
10. sikre at oppdragstaker behandler konfidensiell informasjon vedrørende Folketrygdfondet på tilfredsstillende måte.

Finansdepartementet skal orienteres om prosessen og kriteriene som legges til grunn første gang en velger eksterne forvaltere og andre eksterne tjenesteytere av vesentlig betydning for forvaltningen av pensjonsfondet, herunder valg av leverandører knyttet til implementering av nye styringssystemer, og ved senere vesentlige endringer av slike prosedyrer for valg av eksterne forvaltere og andre eksterne tjenesteytere. Finansdepartementet skal for øvrig orienteres om andre endringer i prosedyrer for valg av eksterne forvaltere og andre eksterne tjenesteytere. Finansdepartementet skal orienteres om modellen for godtgjøring i forvaltningsavtaler som Folketrygdfondet inngår med eksterne forvaltere i forbindelse med forvaltningen av pensjonsfondet.

3.4 Konsultasjon mv.

Etter anmodning fra Finansdepartementet skal Folketrygdfondet gi Finansdepartementet råd om endringer i rammeverket for forvaltningen. Folketrygdfondet kan også på eget initiativ komme med innspill til Finansdepartementet knyttet til rammeverket for forvaltningen.

3.5 Uttrekk og filtrering av enkelte finansielle instrumenter

Dersom Finansdepartementet treffer vedtak om utelukkelse av selskaper i medhold av §§ 4 og 8 i forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, skal Folketrygdfondet normalt gis en frist på åtte uker til å gjennomføre eventuelle nedslag.

Folketrygdfondet skal gi melding til Finansdepartementet når et nedslag er gjennomført.

4. Finansdepartementets plikter

4.1 Godtgjøring

Finansdepartementet skal godtgjøre Folketrygdfondet for forvaltningen av pensjonsfondet. Godtgjøringen skal skje i samsvar med Vedlegg 2 til denne avtale. Beregningsmåten for godtgjøringen kan innen 1. desember hvert år kreves reforhandlet av begge parter for det påfølgende kalenderår.

Godtgjøringen trekkes fra pensjonsfondets brutto avkastning i samsvar med Vedlegg 2.

4.2 Skatteposisjon

Finansdepartementet skal bidra til å frembringe den dokumentasjon som er nødvendig for å avklare skatteposisjonen for de plasseringer av pensjonsfondets midler som er foretatt i utlandet.

4.3 Forskrifter, retningslinjer mv.

Folketrygdfondet skal ha anledning til å uttale seg før det foretas endringer i forskrifter, vedtak eller retningslinjer om forvaltningen, og skal ha varsel i rimelig tid for å kunne foreta eventuelle endringer i porteføljen.

5. Endringer og begrensninger i forvalteroppdraget i særlige tilfeller

Så langt det finnes nødvendig og hensiktsmessig for å forebygge eller begrense tap eller risiko for tap, enten dette skyldes Folketrygdfondets mislighold eller andre forhold, kan Finansdepartementet fastsette følgende endringer og/eller begrensninger i det mandatet Folketrygdfondet er gitt i henhold til denne avtalen:

1. restriksjoner knyttet til beholdninger og/eller erverv av enkelte typer finansielle instrumenter, eller instrumenter innen bestemte sektorer eller fra bestemte land eller markedsplasser;
2. utvidete rapporteringsplikter og/eller rapporteringsformater på midlertidig eller varig basis; eller
3. andre slike tiltak som avhjelper de tap eller den tapsrisiko som er konstatert.

Endringer som fastsatt i medhold av dette punkt skal gis virkning fra det tidspunkt Finansdepartementet fastsetter.

6. Erstatningsansvar

Folketrygdfondet er erstatningspliktig for tap påført staten som følge av uaktsomme eller forsettlig overtredelser av bestemmelser i denne avtalen. Likestilt er samme type forhold begått av Folketrygdfondets ansatte samt hos eksterne forvaltere og tjenesteytere som Folketrygdfondet benytter seg av, jf. pkt. 3.3, uavhengig av om slike forhold utgjør mislighold av kontraktsforpliktelser som den som begår forholdet er underlagt.

7. Ikrafttredelse mv.

7.1 Ikrafttredelse

Denne avtale trer i kraft 1.1.2009.

7.2 Endringer

Avtalen skal endres når endringer i lov eller forskrift tilsier det. For øvrig kan denne avtale med vedlegg ikke endres uten etter skriftlig samtykke fra begge parter.

Finansdepartementet gir nærmere regler og instruksjoner ved avvikling av forvaltningsoppdraget, herunder om sluttvederlag og annen godtgjøring til Folketrygdfondet i forbindelse med avviklingen. Punkt 3.4 gjelder tilsvarende.

8. Meddelelser

Alle meddelelser som berører denne avtale, skal være skriftlige og undertegnet. Slike meddelelser

skal sendes til Folketrygdfondet v/administrerende direktør og til Avdeling for formuesforvaltning i Finansdepartementet.

Denne avtale er utferdiget i 2-to eksemplarer, hvorav partene beholder hvert sitt eksemplar.

Oslo, den 17. desember 2008

For Finansdepartementet For Folketrygdfondet
Tore Eriksen, finansråd Olaug Svarva, adm.dir.

Vedlegg 1 Rapportering til Finansdepartementet

Utelatt av plasshensyn

Vedlegg 2

Godtgjøring for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge.

Godtgjøringen skal dekke de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av fondet. For 2009 dekkes driftsutgifter (ekskl. avskrivninger) ved forvaltningen av fondet med inntil 100 mill. kroner. I tillegg dekkes investeringer innenfor en ramme på i alt 9,5 mill. kroner.

Forvaltningshonoraret for 2009 kan innen 31. august 2009 kreves reforhandlet av begge parter, så fremt det ligger an til et mer- eller mindreforbruk av betydning i forhold til de forutsetninger som er lagt til grunn for fastsettingen av forvaltningshonoraret for 2009 i tråd med ovenstående avsnitt.

Vedlegg 2

Aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland (SPU)

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 14. mars 2009

I forbindelse med departementets arbeid med den årlige meldingen til Stortinget om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland ønsker Norges Bank å gi uttrykk for enkelte vurderinger knyttet til spørsmål om aktiv forvaltning.

De markedene Statens pensjonsfond – Utland investerer i, særlig de likvide aksje- og rentemarkedene i Europa og USA, er nær «effisiente». Det vil si at markedsprisene til enhver tid reflekterer all relevant informasjon om verdipapirene, og at det er utfordrende å skape konsistent merverdi ved å danne seg forventninger til hvordan markedsprisene vil utvikle seg fremover.

Denne innsikten danner grunnlaget for den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Når vi utvikler våre investeringsstrategier tar vi utgangspunkt i fondets særpreg. De viktigste karakteristika ved fondet er størrelsen og den lange investeringshorisonten. Vår mulighet til å oppnå resultater som investor ligger i å utnytte disse forholdene til fondets fordel gjennom de aktive strategiene, og vårt viktigste fortrinn er muligheten til å gjennomføre disse strategiene med lave kostnader. Over tid vil omfanget av den aktive forvaltningen avhenge av hvilke resultater som kan oppnås.

Vårt syn på rollen som stor finansiell investor

Effektive kapitalmarkeder forutsetter at et tilstrekkelig antall markedsaktører deltar aktivt i prisdannelsen. Dersom store institusjonelle investorer som Statens pensjonsfond – Utland utelukkende legger til grunn at andre aktører sørger for en effektiv prisdannelse, kan dette undergrave kapitalmarkedenes funksjon. Fondet er i dag trolig den største aksjeinvestoren i Europa. Det er ikke forenlig med denne rollen utelukkende å legge en passiv strategi til grunn og ikke bidra til en effektiv prisdannelse.

Det er knyttet store ambisjoner til fondets eierskapsutøvelse. Det er viktig at store institusjonelle eiere som Norges Bank ikke er passive, men

ivaretar sine rettigheter som minoritetsaksjonær. I møtet med selskaper avhenger vår legitimitet og muligheten for gjennomslag av at vi oppfattes som en langsiktig investor som ivaretar finansielle interesser. I møtet med nasjonale myndigheter i landene vi investerer i, er det også viktig at vi oppfattes å ivareta finansielle interesser når vi forfølger vår agenda innenfor eierskapsutøvelsen. Samlet sett vil et innslag av aktiv forvaltning være nødvendig for at Norges Bank skal ha legitimitet i gjennomføringen av viktige deler av forvaltningsopdraget.

Sammenheng i investeringsstrategien

Fondets langsiktige investeringshorisont er utgangspunktet for investeringsstrategien og fastsettelsen av referanseporteføljen og aktivaallokeringen. Risikopremiene knyttet til ulike aktivaklasser i kapitalmarkedene varierer over tid. En investor med tilstrekkelig tidshorisont og risikokapasitet bør kunne utnytte dette, samt hente risikopremier som ikke fullt ut er reflektert i referanseporteføljen. Det skarpe skillet mellom den overordnede investeringsstrategien og den operative forvaltningen kan være uhensiktsmessig. Den strategiske rådgivning til Finansdepartementet må basere seg på disse analysene og inngå i rådene for gjennomføring av viktige strategiske beslutninger.

Muligheten for å skape verdier gjennom aktiv forvaltning

Målsettingen for den aktive forvaltningen er å gi et positivt bidrag til fondets avkastning over tid. Fondet skiller seg særlig fra gjennomsnittsinvestoren gjennom størrelse og langsiktighet. Våre aktive strategier må ta utgangspunkt i dette.

Fondets størrelse kan være en fordel i forvaltningen fordi den gjør det mulig å ta forholdsvise store posisjoner i enkeltsituasjoner uten at risikoen i forvaltningen endres vesentlig. En aktiv for-

valter vil kunne ta del i primærmarkedet for aksjer, basert på spesifikk innsikt og kompetanse. Særlig vil en stor investor kunne oppnå gunstige vilkår i dette markedet. Som passiv investor vil fondet først kjøpe aksjer når aksjene blir en del av referanseindeksen på et senere tilfeldig tidspunkt, og i en situasjon der vår størrelse kan påvirke prisene.

Fondets langsiktighet innebærer at vi har bedre forutsetninger for å kunne bære svingninger i fondets avkastning. Denne risikokapasiteten skiller oss også fra gjennomsnittsinvestoren. Våre posisjoner er i liten grad belånt. Vi tvinges ikke til å realisere tap på kort sikt fordi finansieringen faller bort. I motsetning til enkelt andre store institusjonelle investorer tvinger ikke reguleringer oss til å gjøre porteføljetilpasninger i kritiske faser. Det er også sentralt at fondet har en langsiktig eier som ikke gjør vesentlige endringer i rammebetingelsene for forvaltningen i situasjoner med uvanlige eller stressede markeder.

Vår tilnærming til sammensetningen av aktive investeringsstrategier er basert på diversifisering, spesialisering og delegasjon og skal sikre et best mulig bytteforhold mellom avkastning og risiko i den aktive forvaltningen. Over tid har vi gode erfaringer med denne tilnærmingen.

Fondet har en bredt diversifisert portefølje som i stor grad vil gjenspeile størrelsen på de ulike delmarkedene. Risikoen i forvaltningen av en slik veldiversifisert internasjonal portefølje vil i

første rekke avhenge av volatilitet i og samvariasjonen mellom disse brede markedene. Den aktive forvaltningen vil ikke i seg selv bidra til å øke fondets markedsrisiko, når denne ikke eksponerer fondet mot strukturelle risikofaktorer.

En viktig grunn til at aktiv forvaltning i gjennomsnitt ikke skaper verdi for investorene er høye honorarer og store forvaltningskostnader. Lave kostnader er et vesentlig fortrinn for NBIM. Vår mulighet for å realisere meravkastning er dermed større enn for gjennomsnittsinvestoren.

Når fondets investeringsunivers og referanseportefølje gradvis blir utvidet øker eksponeringen mot markeder der det er liten grunn til å tro at hypotesen om markedseffisiens holder. Dette øker rommet for å kunne skape verdi gjennom den aktive forvaltningen.

Avslutning

Norges Bank kan som forvalter og rådgiver kombinere teoretisk innsikt, nærhet til markedene og kunnskap om enkeltinvesteringer. Forvaltningskostnadene er lave. Med fondets størrelse og langsiktighet er få investorer bedre posisjonert for å utnytte at mange markeder ikke er fullt ut effektive.

Med hilsen
Svein Gjedrem Yngve Slyngstad

Vedlegg 3

Risikobasert oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland

Brev til Finansdepartementet fra Norges Bank 12. februar 2009

1 Bakgrunn

Vi viser til brev av 20. oktober 2008 fra Finansdepartementet om risikobasert oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland (SPU). Departementet viser i brevet til Ernst & Youngs gjennomgang av kapitalforvaltningen i Norges Bank i 2007 og Norges Banks svar på rapporten fra Ernst & Young (EY), og reiser i den forbindelse en del spørsmål.

Norges Bank gir i dette brevet en oversikt over endringene i bankens organisering av kapitalforvaltningen som vi har gjennomført det siste året. Vi omtaler videre enkelte prosjekter som departementet ønsker status for, og vi diskuterer på prinsipiell basis rammeverket og retningslinjer for styring av markedsrisikoen i SPU. Endelig omtaler vi enkelte forhold vedrørende hovedstyrets og internrevisjonens oppfølging av bankens enhet for kapitalforvaltning, Norges Bank Investment Management (NBIM).

2 Om organisering og styring av kapitalforvaltningen i Norges Bank

Gjennom 2008 er organisering og styring av kapitalforvaltningen i Norges Bank endret på flere vesentlige punkter. Hovedstyret har for lederen av NBIM vedtatt ny stillingsinstruks og investeringsmandat, med utfyllende rapporteringskrav (jf. omtale i punkt 6 nedenfor).

NBIM var frem til 2008 en organisasjon med to relativt uavhengige forretningsområder for aksjer og renter. En del sentrale stabsfunksjoner som prosjektstyring, budsjettering, IT og en rekke rapporterings- og kontrollfunksjoner var gradvis blitt flyttet ut i de to forretningsområdene. Etter hvert som virksomheten ble større og mer kompleks så vi imidlertid behov for større grad av sentralisert styring og kontroll.

Med ny ledelse av NBIM fra 2008 var det naturlig å vurdere organiseringen på nytt. Samtidig

hadde den internasjonale finanskrisen bidratt til visse endringer i styring og oppfølging av virksomheten. Vi vil understreke at NBIM løpende vil vurdere organisering av virksomheten, slik at beskrivelsen nedenfor av organisasjonen ikke må oppfattes som statisk.

Ny organisering av NBIM ble iverksatt fra 1. mars 2008. Formålet var dels å styrke og rendyrke investeringsfunksjonene, og dels å styrke de overordnede kontrollfunksjoner. Vi har gjennomført et klart skille mellom avdelinger som har ansvar for investeringsbeslutninger og avdelinger som har ansvar for operative funksjoner og kontrollfunksjoner. Vi har skilt ansvaret for gjennomføring av handler i markedene («trading») fra ansvaret til porteføljeforvalterne, slik at de som tar investeringsbeslutningene ikke selv utfører handlene i markedene. Rolledelingen på dette nivået, med retningslinjer bygget inn i handelssystemene, vil være et effektivt vern mot risiko for feil eller mislighold på enkeltindividnivå.

NBIM har ved rekruttering og ny organisering styrket kontrollfunksjonene. Vi har bygget opp en enhet for overvåking av markedsrisiko, kredittrisiko og motpartsrisiko på tvers av investeringsenhetene. Denne enheten er nå lokalisert fysisk nærmere de ansatte som står for den aktive risikotaking i fondet, i motsetning til tidligere da dette hadde mer karakter av en stabsoppgave. For tiden arbeider rundt 20 ansatte i denne funksjonen.

NBIM har videre styrket kontrollfunksjonene som har ansvar for å påse at NBIM overholder markedsregulering, som kontrollerer at investeringsmandater følges, som tolker investeringsretningslinjer, som forbereder instrumentgodkjenning og som har ansvar for autorisasjonsstruktur. Denne funksjonen har også fått et bredere mandat for å overvåke NBIMs virksomhetsrisiko utenom markedsrisiko. Det vil i praksis si et ansvar for å påse at de andre avdelingene følger opp sin virksomhetsrisiko. Dette omfatter operasjonell

risiko, IT/informasjonsrisiko, og juridisk risiko, samt atferdsreglement og renommérisiko i bred forstand. For tiden arbeider rundt 15 ansatte i denne funksjonen.

NBIM har etablert en formell komitéstruktur som benytter kompetanse på tvers av avdelingene. Komiteene er rådgivende og benyttes av NBIMs leder til å drøfte relevante problemstillinger før beslutninger treffes. Komiteene spiller også en viktig rolle i utformingen av viktige retningslinjer for NBIMs virksomhet. NBIM har for tiden fem komiteer; én for instrumentgodkjenning, én for kreditt- og motpartsrisiko, én for forretningspraksis og atferdsreglement, én for investeringsrisiko og én for verdivurdering.

Norges Bank har etablert en ny struktur på investeringsmandatene. Hovedstyret har fastsatt et nytt investeringsmandat for leder av NBIM og krav til mer omfattende rapportering (jf. omtale nedenfor). Videre er innholdet i NBIMs egne mandater gitt ny utforming. Risikobegrensninger gis nå langs langt flere dimensjoner enn tidligere. Dels settes det kvantitative modellbaserte begrensninger. Det gis også risikobegrensninger som ikke er basert på modeller, men på brutto nominelle eksponeringer og omfang av bruk av derivater. I tillegg gis det i de nye investeringsmandatene klare føringer på ønsket likviditet og begrensning av systematiske eksponering mot enkelte markedsfaktorer.

Mange av de risikosystemene som bygger på kvantitative modeller, har ikke gitt gode styrings signaler i den globale finanskrisen som ble utløst sommeren 2007. Erfaringen er at modeller eller stresstester ikke alene er tilstrekkelige for å vurdere risiko. En blanding av ulike kvantitative og kvalitative mål og rammer bør danne basis for styring av all type risiko innenfor finansiell forvaltning. Vi mener den nye strukturen på investeringsmandatene danner et solid fundament for å delegere og kontrollere flere sider ved markedsrisikoen.

Hovedstyrets oppfølging og kontroll av virksomheten i NBIM er omtalt i punkt 6 nedenfor.

3 Status for viktige prosjekter

Nedenfor følger en omtale av to viktige prosjekter som departementet ønsker status for; uavhengig verdivurdering og måling av motpartsrisiko.

3.1 Uavhengig verdivurdering

Norges Bank har avtalt med Finansdepartementet at regnskapet for Statens pensjonsfond – Utland skal føres etter bankens regnskapsprinsipper og i samsvar med regnskapsloven av 1998, med enkelte unntak. Vi viser til omtale av prinsippene i Norges Banks årsmelding for 2007 og NBIMs årsrapport for 2007. Med utgangspunkt i dette har NBIM fastsatt mer detaljerte prinsipper for verdivurdering. Prinsippene for verdivurdering gjelder både for regnskapsføring og avkastningsmåling.

Formålet med prosjektet «uavhengig verdivurdering» har vært å etablere en løsning som sikrer at alle beholdninger i SPU prises, kvalitets-sikres og verifiseres av instanser uavhengig av de som foretar investeringsbeslutninger både internt i NBIM og hos eksterne forvaltere. Verdivurderingen skal være i samsvar med god regnskapspraksis og de krav som er fastsatt av Finansdepartementet i de utfyllende bestemmelser for forvaltningen av SPU, pkt. 4.1.

Prosjektet «uavhengig verdivurdering» ble avsluttet i oktober 2008. Det er innført nye krav i NBIM og hos våre eksterne regnskapsførere (for tiden JP Morgan Chase og Citibank). Ytterligere forbedringer gjennomføres fortløpende.

I løsningen vil NBIMs eksterne regnskapsførere ha en viktig rolle. De får ansvar for å prise både eksternt og internt forvaltede porteføljer ved bruk av uavhengige prisingskilder. Regnskapsførerne skal benytte et prisingshierarki vedtatt av NBIM. I rollen som prisingskoordinator får en kontrollenhet i NBIMs driftsområde ansvar for å prise de samme instrumentene som regnskapsførerne. Enheten avstemmer egen verdivurdering med priser mottatt fra regnskapsførerne.

Kontrollenheten har ansvar for å gjennomføre ytterligere prisingskontroller ved månedsslutt for å sikre kvaliteten på prisene, og at prisingshierarkiet blir fulgt. Videre vil det bli utført stikkprøver gjennom måneden. Om nødvendig innhenter kontrollenheten bistand fra de eksterne prisingsspesialistene som er valgt til å bistå med prisingen av spesielt utfordrende investeringsobjekter.

NBIMs komité for verdivurdering (jf omtalen i punkt 2) er et forum for å drøfte større prisings-spørsmål. Komiteen møtes minst hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapet. Parallelt med forberedelsene av kvartalsregnskapet vil sentralbankrevisjonen i samarbeid med sin samarbeidspartner gjennomgå priskvalitet og priskontroller.

Norges Bank mener at denne strukturen både vil sikre kvalitet og uavhengighet i prising og verddivurdering av alle finansielle instrumenter i SPU.

3.2 Motpartsrisiko

Norges Banks rammeverk for vurdering og oppfølging av motpartsrisikoer satt opp i samsvar med kravene fastsatt av Finansdepartementet i de utfyllende bestemmelser for forvaltningen av SPU, pkt. 4.2.2.

For utvelgelse og evaluering av motparter settes krav til ekstern kredittvurdering fra kredittvurderingsbyråene Moody's, Standard & Poor's og Fitch. Kravene er satt høyere for usikret kreditteksponering enn for sikret kreditteksponering (dvs. eksponering mot pant i andre verdipapirer eller kontanter). Endringer av motparter kredittvurdering blir fulgt opp på kontinuerlig basis av en uavhengig kontrollenhet.

NBIMs prosjekt for å forbedre og videreutvikle systemene for styring av motpartsrisiko ble påbegynt i 2007. Vi antok opprinnelig at gjeldende system for markedsrisikomåling også skulle benyttes for motpartsrisikomåling. I 2008 vurderte vi imidlertid på nytt internasjonal praksis opp mot NBIMs forretningsmodell og kartla alternative systemløsninger. Vi besluttet å gjennomføre en internasjonal anbudsprosess. NBIM forventer å få på plass nytt rammeverk i løpet av første kvartal 2009 og et nytt målesystem for motpartsrisiko i løpet av andre kvartal 2009.

Med basis i gjeldende overvåkings- og kontrollstruktur har vi iverksatt en rekke tiltak for å redusere motpartsrisikoene. De viktigste som kan nevnes er:

- NBIM har redusert eksponering i derivater og gjenkjøpsavtaler kraftig, i tillegg til at enkelte komplekse unoterte produkter ikke lenger er godkjente instrumenter.
- Krav om at handler i unoterte derivater kun kan gjøres med motparter vi har inngått en særskilt avtale med, og som sikrer våre rettigheter bl.a. ved at motparten må stille sikkerhet i form av verdipapirer og / eller kontanter
- Endring av prosessen for godkjenning av motparter ved ny organisering av NBIM, samt styrket oppfølging og overvåking av motparter
- Beslutning om å stoppe all ny handel, terminere utestående handler og overvåke utviklingen for enkelte sentrale motparter som fikk problemer i 2008.

Siden kredittkrisen inntraff i juli 2007 har vi hatt særlig sterk fokus på kreditt- og motpartsrisiko. Nytt rammeverk og målesystem for motpartsrisiko vil avpasses en redusert instrumentbredde og generelt lavere kompleksitet i forvaltningen, særlig i intern og ekstern renteforvaltning.

4 Kredittrisiko

NBIM har vedtatt nye retningslinjer for kredittisiko. Disse presiserer hvordan slik risiko skal måles og overvåkes. Som opplyst i punkt 2, har vi opprettet en motparts- og kreditttrisikokomite som skal sikre en tverrfaglig fokus på alle kreditrelaterte forhold i forvaltningen.

NBIMs retningslinjer for kredittisiko gir klare føringer for hvordan kredittisiko skal behandles i NBIM; fra helt klare definisjoner av begreper, til konkrete metoder og omfang av ulike målekriterier. Det følger av retningslinjene at NBIM skal etablere et rammeverk for å måle og kontrollere kredittisiko, både for enkelte utstedere og hele porteføljen av utstedere, inkludert korrelasjoner mellom utstederne. Det skal også gjennomføres stresstester av kredittisiko som tar høyde for mulige ekstreme markedssituasjoner. For hele porteføljen av utstedere skal det også utarbeides en konsentrasjonsanalyse både for absolutt og relativ kredittisiko. Siktemålet er å identifisere mulige store posisjoner på flere nivåer i porteføljen (sektor, valuta, region).

Videre skal NBIM følge utviklingen i markedets kredittvurdering («rating») til alle de utstederne som finnes i renteporteføljen. Retningslinjene inneholder også krav til å etablere prosedyrer for å følge opp situasjoner der det er definert en kredittsituasjon («default»).

For å møte de økende kravene til å identifisere, måle og kontrollere kredittisiko har NBIM i den avdelingen som har ansvar for risikohåndtering styrket bemanningen med personer som har bred og variert bakgrunn fra fagområdet.

NBIM gjennomførte enkelte tiltak gjennom 2008 for å forbedre den kvantitative modellbaserte delen av måling og analyse av kredittisiko. Vi har tatt i bruk en ny tredjepartsmodell som kan anvendes til å følge opp kredittutviklingen i store enkeltteksponeringer innen vår investeringsportefølje. Vi vurderer å utvide bruken av denne modellen til å danne basis i en intern modellering, eller å anskaffe et annet system til å måle og analysere kredittisiko for hele porteføljen som supplement

til dagens modellering av markedsrisiko i vårt system for måling av slik risiko, Risk Manager.

NBIM planlegger også å integrere standard stresstester i vår periodiske beregning av markedsrisiko. Disse testene vil bli basert på definerte historiske perioder med store svingninger i finansmarkedene. Testene vil også inneholde perioder der kredittrisikoen var betydelig. Stresstestene er definerte og under utprøving. For andre deler av retningslinjene er det pågående prosesser for å etablere et rammeverk som adresserer de ulike kravene, både på enkeltseksjon og porteføljenivå.

5 Markedsrisiko

Forskriften for SPU fastsetter i dag en maksimal ramme på relativ markedsrisiko:

Den forventede forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen målt ved forventet relativ volatilitet på annualisert basis, skal maksimalt være 1,5 prosentpoeng.

I tillegg har departementet i de utfyllende bestemmelse, pkt. 4.21 satt ytterligere krav:

Markedsrisikoen skal måles slik at det kan godtgjøres at grensen for relativ risiko i Pensjonsfondet overholdes. Beste praksis på området skal benyttes med hensyn til målemetoder, detaljeringsgrad (dekomponering) og målefrekvens.

For SPU måles markedsrisiko ved forventet relativ volatilitet, som er den forventede verdi av standardavviket til forskjellen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og på referanseporteføljen. Det er imidlertid ingen enkelte risikomål som over tid fanger opp alle relevant risikofaktorer i SPU. Videre har de turbulente markedsforholdene siden sommeren 2007 vist svakheter med å kunne predikere risikoen i slike markeder. Vi viser i den forbindelse også til bankens fire brev til departementet i perioden november 2008 – januar 2009 om målinger av relativ volatilitet i fjerde kvartal 2008.

Det er viktig at rammeverket for risikostyringen innrettes slik at den gir et så utfyllende risikobilde som mulig. Hovedstyret har derfor fastsatt et nytt investeringsmandat for leder av NBIM (jf. omtale i punkt 6) som legger opp til at rammene for risikostyring tar utgangspunkt i følgende hovedkategorier av risiko:

- Avvik fra referanseindeksen, hvor formålet er å sikre måling av eksponeringer som ikke tar utgangspunkt i en kvantitativ modell. Det kan fastsettes rammer for:

- Avvik mellom faktisk portefølje og referanseporteføljen fordelt etter aktivaklasse og geografisk region
- Sektoravvik i rente- og aksjeporteføljene
- Minimumsgrenser for sammenfall mellom faktisk portefølje og referanseportefølje («overlap») for de to aktivaklassene
- Adgang til å belåne porteføljene.
- Risiko fra prishistorikk (volatilitet og korrelasjon), som kombinerer porteføljeksponeringer og markedenes statistiske egenskaper. Det kan fastsettes rammer for:
 - Maksimal utnyttelse av markedsrisikoen målt ved forventet relativ volatilitet under normale markedsforhold, slik at det er en buffer når uventede situasjoner inntreffer
 - Konsentrasjonsrisikoen i porteføljene
- Faktoreksponering som beskriver i hvor stor grad en portefølje systematisk er eksponert mot faktorer som for eksempel små selskaper, fremvoksende markeder m.m.
- Likviditetseksponering, for å sikre at vi i forvaltningen har handlingsrom til å kunne justere eksponering, herunder i hvilken grad eksponeringer er likvide og kan avhendes.

Innenfor hver av de overnevnte risikokategorier vil det igjen være ulike *målemetoder* som utfyller hverandre. Ulike innfallsvinkler til risiko og komplementære målemetoder er viktige forutsetninger for å få sikret en effektivt og robust struktur på risikooppfølgingen.

Norges Bank mener at de restriksjoner på markedsrisikoen som Finansdepartementet fastsetter, bør være få, robuste og enkle å kommunisere. Vår oppfatning er derfor at det nåværende risikomålet (forventet relativ volatilitet) er et godt mål som også er «industrinorm» og at departementet bør opprettholde dette målet som det eneste mål på markedsrisiko fastsatt av departementet. I den nåværende markedssituasjonen ser det ut til at alle tradisjonelle risikomodeller har sviktet som predikator for utvikling av markedsrisiko. Norges Bank vil derfor komme tilbake til Finansdepartementet med en vurdering av parametersettingen i modelleringen av markedsrisikoen i risikosystemet RiskManager.

Vi mener også at kredittrisikoen i porteføljen er godt modellert under «normale markedsforhold». Tidligere formelle restriksjoner som krav til minimum kredittvurdering ville ikke ha bedret risikostyringen i den situasjonen vi har hatt siden 2007. NBIM har konstatert at kredittvurdering fra

de tre byråene Moody's, Standard & Poor's og Fitch ikke har vært god nok.

Likevel er det på det rene at ett enkelt mål ikke kan gi et fullstendig bilde av risikoen i SPU. I stedet for å innføre nye risikobegrensninger, foreslår vi at Norges Bank rapporterer risiko langs flere dimensjoner. Rapportene bør omfatte avvik fra referanseindeksen, risiko fra prishistorikk, faktoreksponering og likviditetseksponering, jf. omtalen ovenfor av de begrensninger som hovedstyret har fastsatt overfor NBIM. Vi foreslår derfor at departementet får en utfyllende kvartalsvis rapport i tillegg til den offentlige kvartalsrapporten. I den utfyllende rapporten vil avkastning fordelt på resultatområder og status i forhold til alle sentrale kvantitative bestemmelser fremgå. Det konkrete innhold i rapporten avtales nærmere mellom banken og departementet. Vi antar at fastsetting av slike krav og tilhørende rapportering vil ivareta Finansdepartementets styring og kontroll med forvaltningen av SPU, samtidig som det blir videreført en klar ansvarsdeling mellom banken og departementet.

6 Hovedstyrets og internrevisjonens oppfølging av kapitalforvaltningen

Hovedstyret har de siste årene styrket sin oppfølging av kapitalforvaltningen i Norges Bank. I 2007 etablerte vi hovedstyrets revisjonskomité og en internrevisjon. Hovedstyrets revisjonskomité består av tre av hovedstyrets eksterne medlemmer og fungerer som et saksforberedende organ for hovedstyret på saksområder knyttet til styrets tilsynsfunksjoner og ansvar for risikostyring og internkontroll. I 2008 diskuterte revisjonskomiteen 8 saker vedrørende bankens kapitalforvaltning.

I 2008 fastsatte styret en ny stillingsinstruks og investeringsmandat for leder av NBIM. Utgangspunktet er at NBIMs leder står i samme stilling som øvrige områdedirektører i Norges Bank. De oppgavene som er lagt til NBIM står likevel i en særstilling i forhold til øvrige sentralbankoppgaver, i den forstand at forvaltningsvirksomheten har preg av å være forretningsmessig virksomhet. Forvaltningen av SPU er tildelt Norges Bank gjennom særskilt lov og forvaltningsavtale. Det har videre gjennom de senere år har det vært et utviklingstrekk at NBIM i økende grad behandles som et selvstendig område innenfor sentralbanken.

Stillingsinstruksen klargjør det ansvar og oppgaver som påhviler NBIMs leder overfor allmenn-

heten og eksterne relasjoner, herunder samspeillet med Norges Banks oppdragsgivere og rammene for det ansvar som er pålagt leder for NBIM i planlegging og organisering av virksomheten, oppfølging og kontroll m.v.

Investeringsmandatet til leder for NBIM setter, innenfor Finansdepartementets investeringsrammer, utfyllende regler for de enkelte porteføljer. Det gjelder investeringsunivers og -begrensninger, delegasjon av forvaltningsmyndighet og rapportering. Investeringsmandatet beskriver videre den risikoprofil som hovedstyret fastsetter for forvaltningen, herunder prinsipper og parametere for styring og måling av risiko og krav til rapportering. Vi viser til omtalen under punkt 5 om investeringsmandatet til leder for NBIM. Den månedlige rapportering fra NBIM til hovedstyret omfatter i tillegg til avkastning og eventuelle brudd på investeringsretningslinjer fastsatt av eksterne oppdragsgivere eller hovedstyret, også status i forhold til de utfyllende rammene hovedstyret har fastsatt for markedsrisiko. Det rapporteres om avvik fra referanseindeksen (aktivaklasse, geografisk region, sektorer, belåning, «overlap»), risiko fra prishistorikk (maksimal utnyttelse av markedsrisikoen under normale markedsforhold, konsentrasjonsrisikoen i porteføljene), faktoreksponering og likviditetseksponering.

Hovedstyret vedtok 1. juli 1998 å etablere et system for internkontroll som bygger på Kredittilsynets internkontrollforskrift. Internkontroll i Norges Bank er definert som alle tiltak, ordninger og systemer som iverksettes og gjennomføres av hovedstyret, bankens ledelse og medarbeidere, for at vi skal nå våre mål med rimelig sikkerhet.

Fra 1. januar 2009 ble internkontrollforskriften fra 1997 erstattet av ny forskrift 22.9.2008 nr. 1080 om risikostyring og internkontroll. Den nye forskriften stiller større krav til styrets rolle i utforming av strukturer for virksomhetsstyring og intern organisering. Hovedstyret har vurdert at prinsippene for virksomhetsstyring utarbeidet av Committee of European Banking Supervisors (CEBS) er et hensiktsmessig grunnlag for vurderingen. Egevalueringsskjemaet som Finansdepartementet viser til i sitt brev av 20. oktober 2008, er imidlertid utviklet for kommersielle banker mv. Hovedstyret har derfor vedtatt prinsipper for virksomhetsstyring tilpasset Norges Banks virksomhet som grunnlag for sine årlige vurderinger. Prinsippene er benyttet i hovedstyrets vurdering av risikostyring og kontroll i banken fra og med rapporteringsåret 2008. Norges Bank mener at disse tiltakene tilfredsstillende den nye forskrif-

tens krav til hovedstyret om å vurdere Norges Banks risikostyring og internkontroll årlig.

Internrevisjonen har prioritert risikostyring og internkontroll i NBIM i løpet av 2008 og har blant annet gjennomgått status for oppfølging av Ernst & Youngs rapport. Formålet var å gi hovedstyret bekreftelse på at tiltak var innført i overensstemmelse med Norges Banks svarbrev til Finansdepartementet.

Internrevisjonen konkluderte med at NBIMs nye organisasjonsmodell gir en klarere rolle- og ansvarsdeling i organisasjonen. Det er etablert organisasjonsenheter som måler og rapporterer risiko uavhengig av investeringslinjen. Internrevisjonen vurderte at dette er viktige organisasjonsmessige tiltak for å sikre god risikostyring og internkontroll.

Den nye organiseringen av virksomheten betyr også omfattende endringer i arbeidsprosesser

ne. NBIM arbeider med å tilpasse styringen av operasjonell risiko til sine nye arbeidsprosesser, og internrevisjonen vil følge dette arbeidet tett i tiden fremover. I desember 2008 ble det på oppdrag fra hovedstyret startet en revisjon med fokus på:

- NBIMs prosesser for identifisering, prioritering og rapportering av operasjonelle risikoer, og
- NBIMs iverksettelse av risikoreduserende tiltak.

Norges Bank vil orientere departementet ved vesentlige endringer i risikostyring, organisering og oppfølging av bankens forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland.

Med hilsen
Svein Gjedrem

Yngve Slyngstad

Referanser

Acharya, V. V. og L. H. Pedersen (2005). "Asset Pricing with Liquidity Risk." *Journal of Financial Economics* 77:375-410.

Amihud, Y., H. Mendelson og L. H. Pedersen (2005). "Liquidity and Asset Prices." *Foundations and Trends in Finance*.

Campbell, J. Y. og L. M. Viceira (2002) "Strategic Asset Allocation – Portfolio Choice for Long-Term Investors." Oxford.

Cochrane, J. (2005). "Asset Pricing – Revised edition." Princeton.

Cochrane, J. (1999) "New Facts in Finance." *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago.

Cochrane, J. (2005) "The Risk and Return of Venture Capital" *Journal of Financial Economics* 75:3-52.

Deringer, F. B. (2005). "A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment." *UNEP Financial Initiative (UNEPFI)*.

Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA) LP Survey, 2008.

Fama, E. (1970). "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance*.

Fama, E. (1991). "Efficient Capital Markets II." *Journal of Finance*.

Fama, E. (1998). "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioural Finance." *Journal of Finance*.

Fama, E. og K. R. French (2008). "Mutual Fund Performance." Upublisert.

French, K. R. (2008). "The cost of Active Investing." *Journal of Finance*.

Friedman, M. (1970). "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits." *New York Times Magazine*.

Grossman, S. J. og J. E. Stiglitz (1980). "On the impossibility of Informationally Efficient Markets." *American Economic Review*.

Hoesli, M. og C. Lizieri (2007). "Real Estate in the Investment Portfolio – A Report Prepared for the Investment Strategy Council of the Royal Ministry of Finance."

Kapland, S. N. og A. Schoar (2005). "Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows." *Journal of Finance* 60:1791-1823.

Koedick, K. og J. T. Horst (2008). "Doing Well While Doing Good? A Survey of the Socially Responsible Investment Literature." *Vedlegg til SOU 2008:107. Etiken, miljön och pensionerna*.

Lerner, Schoar og Wongsunwai (2007). "Smart Institutions, Foolish Choices: The Limited Partner Performance Puzzle." *Journal of Finance* 62:731-764.

Lintner, J. (1965). "Securities Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification." *Journal of Finance*.

Malkiel, B. G. (2007). "A Random Walk Down Wall Street." Norton.

Malkiel, B. G. (2003). "The Efficient Market Hypothesis and its Critics." *Journal of Economic Perspectives*.

Markowitz, H. M. (1959, 1991). "Portfolio Selection." Blackwell.

Mossin, J. (1966). "Equilibrium in a Capital Asset Market." *Econometrica*.

Phalippou, L. og M. Zollo (2005). "What Drives Private Equity Fund Performance." Working paper, INSEAD.

Reich, R. (2007). "How Capitalism is Killing Democracy." *Foreign Policy*.

Ruggie, J. (2008). "Promotion and Protection of all Human Rights, Civil, Political, Economic, Social and Cultural Rights, Including the Right to Development." Rapport til FN's menneskerettighetsråd.

Samuelson, P. A. (1998). "Summing Up on Business Cycles: opening address i Beyond Shocks: What Causes Business Cycles." Federal Reserve Bank of Boston.

Sharpe, W. (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *Journal of Finance*.

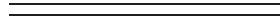
Sharpe, W. (1991). "The Arithmetic of Active Management." *Financial Analysts' Journal*.

Shiller, R. J. (2003). "From Efficient Markets Theory to Behavioural Finance." *Journal of Economic Perspectives*.

Stern, N. (2006). “The Economics of Climate Change – The Stern Review.” Cabinet Office – HM Treasury.

Wheelan, H. (2008). “How the UK Government Finally Settled the RI Fiduciary Duty Debate.” Responsible Investor.

World Energy Outlook. International Energy Agency, 2008.



Offentlige etater kan bestille flere eksemplarer fra:
Departementenes servicesenter
Post- og distribusjon
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Telefaks: 22 24 27 86

Abonnement, løssalg og pris fåes ved henvendelse til:
Akademika AS
Avdeling for offentlige publikasjoner
Postboks 84 Blindern
0314 OSLO
E-post: offpubl@akademika.no
Telefon: 22 18 81 00
Telefaks: 22 18 81 01
Grønt nummer: 800 80 960

Publikasjonen finnes på internett:
www.regjeringen.no

Illustrasjonsfoto omslag: Jiri Havran

Trykk: 07 Gruppen AS – 04/2009

