



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 20

(2018–2019)

Melding til Stortinget

Statens pensjonsfond 2019





DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 20

(2018–2019)

Melding til Stortinget

Statens pensjonsfond 2019

Innhold

1	Innledning og sammendrag	5	5	Statens pensjonsfond Norge: videreutvikling av strategi og forvaltning	82
2	Statens pensjonsfond utland: strategi og resultater	11	5.1	Rammen for avvik fra referanseindeksen	82
2.1	Dagens investeringsstrategi	11			
2.2	Resultater	17			
3	Statens pensjonsfond utland: videreutvikling av strategi og forvaltning	33	6	Ansvarlig forvaltning.....	84
3.1	Nytt rammeverk og referanseindeks for obligasjoner	33	6.1	Dagens rammeverk	84
3.2	Miljømandatene og unotert infrastruktur for fornybar energi...	45	6.2	Arbeidet med ansvarlig forvaltning	87
3.3	Nye bestemmelser om tilbakevektning av aksjeandelen	56	6.3	Arbeidet med kullkriteriet	92
3.4	Rammeverk og referanseindeks for aksjer	57	6.4	Det atferdsbaserte klimakriteriet	96
3.5	Innfasing av ny aksjeandel i referanseindeksen	58	6.5	Arbeidet med det atferdsbaserte menneskerettighetskriteriet	103
3.6	Investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering	58	6.6	Pengespillselskaper i SPU	106
3.7	Interne referanseindekser	59	6.7	Arbeidsdelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank	107
3.8	Energiaksjer	59	6.8	Etikkrådsfunksjon for SPN	110
3.9	Styrket styringsstruktur for forvaltningen	60	6.9	Etikkrådets behandling av personopplysninger	112
3.10	Organiseringen av investeringene i unotert eiendom	61			
4	Statens pensjonsfond Norge: strategi og resultater	62		Vedlegg	
4.1	Dagens investeringsstrategi	62	1	Ord og uttrykk	113
4.2	Resultater	63	2	Historiske tabeller	121
4.3	Gjennomgang av Folketrygd- fondets forvaltning	72			



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 20

(2018–2019)

Melding til Stortinget

Statens pensjonsfond 2019

*Tilråding fra Finansdepartementet 5. april 2019,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Solberg)*

1 Innledning og sammendrag

Formålet med Statens pensjonsfond er å støtte opp under langsiktige hensyn ved bruk av statens petroleumsinntekter og sparing for å finansiere pensjonsutgiftene i folketrygden. En langsiktig og god forvaltning legger til rette for at petroleumsformuen kan komme både dagens og fremtidige generasjoner til gode.

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Den operative gjennomføringen av forvaltningen av de to fondene ivaretas av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet innenfor rammer gitt i egne mandater fastsatt av Finansdepartementet.

Finansdepartementet legger i denne meldingen frem resultatene i forvaltningen av de to fondene i 2018. Meldingen drøfter også videreutvikling av strategien for investeringene og gjør rede for arbeidet med ansvarlig forvaltning.

Investeringsstrategi

Målet med investeringene i SPU og SPN er høyest mulig avkastning til et risikonivå som er akseptabelt. Det er bred politisk enighet om at Statens

pensjonsfond ikke skal være et virkemiddel i utenriks- eller klimapolitikken. Investeringsstrategiene for de to fondene er utviklet over tid basert på faglige utredninger, praktiske erfaringer og grundige vurderinger. Viktige veivalg i forvaltningen forankres i Stortinget før de gjennomføres. Bred forankring og god forståelse for risikoen som tas i forvaltningen av SPU og SPN legger til rette for at en kan holde fast ved investeringsstrategiene, også i perioder med uro i finansmarkedene.

Finansdepartementet har fastsatt investeringsstrategier for SPU og SPN, som blant annet uttrykkes gjennom sammensetningen av referanseindeksene. I SPU utgjør andelen aksjer i referanseindeksen 70 pst., mens andelen er satt til 60 pst. i SPN. Obligasjoner utgjør resten.

Investeringsstrategiene tar utgangspunkt i at risiko kan reduseres ved å spre investeringene på ulike aktivaklasser, land, sektorer og enkeltselskaper. Det er også lagt til grunn at finansmarkedene gjennomgående er velfungerende, slik at det vil være vanskelig systematisk å oppnå høyere avkastning enn det som følger av utviklingen i markedet sett under ett. En slik tilnærming tilsier

at investorer bør spre investeringene bredt og søke å minimere forvaltningskostnadene.

SPU og SPN forvaltes nær de referanseindeksene Finansdepartementet har fastsatt, som i utgangspunktet kan følges tett og til lave kostnader. I den operative gjennomføringen av forvaltningen avviker Norges Bank og Folketrygdfondet noe fra referanseindeksene for å sikre en kostnadseffektiv tilpasning til indeksene og for å utnytte særtrekk ved fondene eller opparbeidede fortrinn til å oppnå meravkastning. I forvaltningen av SPU er det åpnet for at fondet kan investeres i unotert eiendom.

Investeringsstrategiene for SPU og SPN er omtalt i henholdsvis avsnitt 2.1 og 4.1.

Urolige finansmarkeder og svake resultater i 2018

2018 var et år med uro i finansmarkedene og svak avkastning i aksjemarkedene, særlig mot slutten av året. Fjoråret var preget av usikkerhet om fremtidig økonomisk vekst og effektene av økte handelsbarrierer internasjonalt. SPU oppnådde i 2018 en avkastning på -6,1 pst. målt i fondets valutakurv, som er det nest svakeste resultatet i fondets historie. Den negative avkastningen skyldtes svake aksjemarkeder. Avkastningen av obligasjonsinvesteringene var derimot svakt positiv, mens de unoterte eiendomsinvesteringene fikk et godt resultat i 2018. Markedsverdien av SPU var ved utgangen av 2018 på 8 251 mrd. kroner, etter fradrag for forvaltningskostnader. Målt i norske kroner falt markedsverdien med 232 mrd. kroner. En svekkelse av kronen bidro isolert sett til å dempe fallet i fondets verdi i norske kroner. Netto tilførsel av kapital bidro også positivt.

I Norge var avkastningen i aksjemarkedet i 2018 noe bedre, selv om fjoråret sett under ett endte med en svak nedgang. Avkastningen av SPN var -0,4 pst. målt i norske kroner, hvorav avkastningen av aksjer var betydelig lavere enn for obligasjoner. Markedsverdien av fondet var ved utgangen av 2018 på 239 mrd. kroner.

Norges Bank og Folketrygdfondet har som mål å skape høyest mulig avkastning etter kostnader, innenfor rammene som er fastsatt i mandatene fra Finansdepartementet. Avkastningen av SPU var i fjor 0,30 prosentenheter lavere enn referanseindeksen. De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig avkastning av fondet vært 0,25 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. For SPN var avkastningen i fjor 0,76 prosentenheter høyere enn referanseindeksen, og siden 2007 har meravkastningen i gjennomsnitt vært 1,03 prosentenheter per år.

Målt som andel av forvaltet kapital var kostnadene i fjor på 0,05 pst. i SPU og 0,06 pst. i SPN. Forvaltningskostnadene er lave sammenlignet med andre fond.

Resultatene i SPU og SPN er omtalt i henholdsvis avsnitt 2.2 og 4.2.

Nytt rammeverk og referanseindeks for obligasjoner i SPU

I lys av beslutningen i 2017 om å øke aksjeandelen i SPU til 70 pst., satte departementet i gang et arbeid med å gjennomgå rammeverket for fondets obligasjonsinvesteringer, herunder sammensetningen av referanseindeksen. Departementet har i den forbindelse mottatt råd og vurderinger både fra Norges Bank og en ekspertgruppe.

Til grunn for beslutningen om å øke aksjeandelen i SPU til 70 pst. lå en vurdering av økt evne til å bære risiko i fondet. En høyere aksjeandel innebærer derfor ikke i seg selv et behov for vesentlige endringer i sammensetningen av obligasjonsindeksen.

Departementet legger i denne meldingen opp til at selskapsobligasjoner fortsatt skal inngå i referanseindeksen med en andel på 30 pst. og at løpetiden for obligasjonene i indeksen skal følge markedsutviklingen – som i dag.

Enkelte operasjonelle utfordringer ved dagens referanseindeks for obligasjoner, som påpekt i brev fra Norges Bank, gjør imidlertid at det er behov for enkelte endringer i indeksen for å legge til rette for lavere transaksjonskostnader og økt investerbarhet. Departementet legger i denne meldingen opp til å ta obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder ut av SPU's referanseindeks for obligasjoner. Det fastsettes samtidig en ramme på 5 pst. av obligasjonsporteføljen for investeringer i slike obligasjoner, samt utvidede krav til rapportering. Departementet legger opp til å videreføre dagens vektingsprinsipp for statsobligasjoner i referanseindeksen, men med enkelte tekniske justeringer.

Nytt rammeverk og referanseindeks for obligasjoner i SPU er omtalt i avsnitt 3.1.

Miljømandatene og investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi i SPU

I fjorårets melding la departementet opp til å vurdere om investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi kan gjennomføres innenfor rammen av miljømandatene, med krav til åpenhet, avkastning og risiko som for øvrige investeringer i SPU. Det ble også lagt opp til å gjennomgå regule-

ringen av miljømandatene mer generelt, herunder mandatenes størrelse. Finanskomiteen ba i sin innstilling departementet komme tilbake til Stortinget senest i meldingen våren 2019 med et konkret forslag til mandat for slike investeringer under miljømandatene. Komiteens flertall ba også om en vurdering av om rammene for miljømandatene bør økes.

Norges Bank viser i brev til Finansdepartementet til at investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi kan gjennomføres innenfor rammen av miljømandatene og at banken kan ha fortrinn innen slike investeringer sammenlignet med andre investorer. Banken påpeker samtidig at den øvre rammen for mandatene bør økes dersom det åpnes for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi. Det presiseres at Norges Bank vil tilnærme seg investeringsmulighetene og bygge kompetanse gradvis, og at det i første omgang vil være aktuelt å vurdere prosjekter med relativt lav markedsrisiko og operasjonell risiko i utviklede markeder. Banken vil i første rekke vurdere direkteinvesteringer sammen med partnere.

Etter departementets vurdering er det forsvarlig å åpne for at SPU skal kunne investeres i unotert infrastruktur for fornybar energi innenfor et egnet rammeverk. Unotert infrastruktur for fornybar energi har flere likhetstrekk med investeringer i unotert eiendom, og det legges derfor opp til en noenlunde lik regulering i forvaltningsmandatet fra departementet. Strategien for unoterte investeringer kan ikke defineres gjennom en referanseindeks. Eventuelle investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi vil være del av bankens aktive forvaltning og trekke på rammen for avvik fra referanseindeksen. Departementet vil for øvrig understreke at eventuelle investeringer kun skal gjennomføres innenfor miljømandatene og at det skal stilles samme krav til lønnsomhet og åpenhet som for fondets øvrige investeringer.

Departementet legger opp til at rammen for avvik fra referanseindeksen holdes uendret på 1,25 prosentenheter. Norges Bank må dermed prioritere eventuelle investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi opp mot andre strategier som innebærer avvik fra referanseindeksen. Intervallet for hva markedsverdien av miljømandatene normalt skal være, økes fra dagens 30–60 mrd. kroner til 30–120 mrd. kroner. Intervallet er ment å synliggjøre at investeringsmulighetene og omfanget av slike investeringer vil kunne variere over tid. Den nedre rammen innebærer elementer av særallokering av investeringsmidler og holdes uendret på 30 mrd. kroner.

Departementet legger samtidig opp til å fastsette en særskilt øvre ramme for unotert infrastruktur for fornybar energi på 2 pst. av fondet.

Den foreslåtte reguleringen vil gjøre det mulig for Norges Bank å utnytte eventuelle stordriftsfordeler, herunder gjennomføre investeringene på en kostnadseffektiv måte, og samtidig legge til rette for at banken kan gå gradvis frem i et delmarked som er lite sammenlignet med øvrige markeder fondet investeres i. Reguleringen er ikke ment å legge føringer på Norges Bank om at fondet *skal* investeres i unotert infrastruktur for fornybar energi.

Departementet vil utarbeide forslag til konkrete bestemmelser i mandatet i etterkant av Stortingets behandling av meldingen og forelegge disse for Norges Bank. Det tas sikte på ikrafttredelse senest 1. januar 2020.

Miljømandatene og investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi er omtalt i avsnitt 3.2.

Nye bestemmelser om tilbakevekting av aksjeandelen i SPU

Forvaltningsmandatet til Norges Bank definerer en fast, strategisk fordeling mellom aksjer og obligasjoner. Andelen aksjer i den strategiske fordelingen er vedtatt økt til 70 pst., se omtale i avsnitt 3.5. Ulik verdiutvikling i aksje- og obligasjonsmarkedene fører til at aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen vil kunne variere. For å unngå at andelen aksjer i referanseindeksen over tid blir vesentlig forskjellig fra den strategiske vekten, er det fastsatt bestemmelser for *når* og *hvordan* tilbakevekting skal gjennomføres. Siden gjeldende bestemmelser ble fastsatt i 2012, er det blitt mer krevende å gjennomføre tilbakevektinger til lave kostnader. Departementet legger derfor opp til enkelte justeringer i bestemmelsene. Endringen innebærer at tilbakevekting skal utløses når aksjeandelen avviker med mer enn 2 prosentenheter fra den strategiske vekten. Tilbakevekting skal også gjennomføres mer gradvis enn tidligere.

Nye bestemmelser om tilbakevekting er omtalt i avsnitt 3.3.

Gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av SPN

Folketrygdfondet kan i forvaltningen av SPN avvike noe fra fondets referanseindeks, innenfor rammer fastsatt av Finansdepartementet. Formålet er å sikre en kostnadseffektiv tilpasning til indeksen og oppnå meravkastning over tid. Depar-

tementet gjennomgår regelmessig Folketrygd-fondets forvaltning av SPN, slik det også gjøres for Norges Banks forvaltning av SPU, se fjorårets fondsmelding¹. Et sentralt spørsmål i de regelmessige gjennomgangene er om rammen for avvik fra referanseindeksen bør endres.

Finansdepartementet vurderer resultatene som Folketrygdfondet har oppnådd over tid i forvaltningen av SPN som gode. Departementet legger ikke opp til å endre dagens ramme for avvik fra fondets referanseindeks, og Folketrygdfondet har heller ikke gitt råd om dette.

Resultater i og gjennomgangen av Folketrygdfondets forvaltning er omtalt i henholdsvis avsnitt 4.2 og 4.3. Rammen for avvik fra referanseindeksen er omtalt i avsnitt 5.1.

Ansvarlig forvaltning

SPU og SPN har begge en klar, finansiell målsetting. Innenfor den overordnede finansielle målsettingen skal fondene forvaltes ansvarlig. Finansdepartementets mandater for SPU og SPN viser til standarder og prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet, og Norges Bank og Folketrygdfondet legger slike standarder og prinsipper til grunn for sitt arbeid med ansvarlig forvaltning.

Norges Bank og Folketrygdfondet tar investeringsbeslutninger og utøver fondenes eierrettigheter uavhengig av departementet, i tråd med fastsatte mandater og retningslinjer. Viktige virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltning er å fremme prinsipper og forventninger basert på standarder, dialog med selskaper om aktuelle tema og saker, samt å fremme forslag og stemme på generalforsamlinger i selskaper fondene er investert i. Norges Bank og Folketrygdfondet deltar også i arbeidet med å videreutvikle standarder. Risikohåndtering er også en viktig del av arbeidet med ansvarlig forvaltning av fondsmidlene.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Noen kriterier innebærer utelukkelse av selskaper på grunnlag av produkter, som tobakk, våpen og kull. Andre kriterier er basert på atferd, som grove brudd på menneskerettigheter og alvorlig miljøskade.

Etikkrådet gir råd om utelukkelse og observasjon av selskaper til Norges Bank. Beslutningsmyndighet i slike saker er lagt til hovedstyret i Norges Bank. Banken kan velge et annet virkemiddel enn det Etikkrådet tilrår. Det overordnede målet er at det mest egnede virkemiddelet benyt-

tes i hver enkelt sak. For kullkriteriet kan Norges Bank ta beslutninger uten tilråding fra Etikkrådet.

Ansvarlig forvaltning er omtalt i kapittel 6.

Arbeidet med kullkriteriet

Stortinget vedtok i forbindelse med behandlingen av fjorårets fondsmelding et anmodningsvedtak om å vurdere om dagens kriterier for utelukkelse av kullselskaper er tilstrekkelige med tanke på å ekskludere selskaper med «betydelig kullrelatert virksomhet». Som en del av grunnlaget for departementets vurdering ble Norges Bank bedt om å redegjøre for sitt arbeid med kullkriteriet, samt anslå omfanget av kullrelatert virksomhet som fondet fortsatt er eksponert mot.

Norges Banks redegjørelse tyder på at det er etablert prosesser som sikrer en god, strukturert og betryggende operasjonalisering av kullkriteriet. Banken peker samtidig på at kriteriets utforming, med vekt på terskler og fremoverskuende vurderinger, medfører et omfattende arbeid. Der som kriteriets relative terskler (30 pst. som andel av inntekter eller virksomhet) senkes, vil utfordringene med informasjonsinnhenting og transaksjonskostnader øke fordi et større antall selskaper da vil kunne gå ut av eller inn i fondet. Det anslås at rundt 75 pst. av samlet kullvirksomhet så langt er utelukket eller satt til observasjon. Hoveddelen av gjenværende kullvirksomhet er i et fåtall selskaper som kan anses å ha omfattende kullrelatert virksomhet i absolutt forstand. Departementet mener at kriteriets relative 30 pst.-terskler ikke bør endres, men at disse bør suppleres med absolutte terskler for kullutvinning og kullkraftkapasitet. Departementet legger opp til at tersklene settes til henholdsvis 20 mill. tonn og 10 000 MW, noe som vil bidra til at kriteriet også fanger opp selskaper med betydelig kullrelatert virksomhet i absolutt forstand. Departementet vil fremover følge opp hvordan de absolutte tersklene fungerer og vurdere eventuelle reduksjoner i terskelverdiene i lys av dette.

Arbeidet med det produktbaserte kullkriteriet er omtalt i avsnitt 6.3.

Det atferdsbaserte klimakriteriet

I 2016 ble det innført et atferdsbasert klimakriterium i de etiske retningslinjene for SPU. Norges Bank har i brev 7. november 2018 bedt om en nærmere avklaring fra departementet av praktiseringen av kriteriet. Etikkrådet har sendt Norges Bank flere tilrådinge. Bankens hovedstyre har så langt ikke tatt beslutninger i disse sakene.

¹ Meld. St. 13 (2017–2018) *Statens pensjonsfond 2018*.

Departementet anser at følgende, overordnede premisser bør legges til grunn for praktiseringen av kriteriet:

- Den etablerte, høye terskelen for utelukkelse.
- Intensjonen om en kjede av virkemidler.
- Klimakriteriet skal være dynamisk over tid.
- Kriteriet som et atferdskriterium.

Sistnevnte innebærer at kriteriet ikke definerer produksjon av særskilte produkter som grovt uetisk i seg selv. Enkeltsekskapers utslippsintensitet anses derimot å være en konsekvens av atferd (handlinger eller unnlater). Faktorer som påvirker utslippsintensiteten kan for eksempel være valg av produksjonsmetode, herunder innsatsfaktorer og teknologi.

Videre bør vurderinger av selskaper opp mot kriteriet bygge på en samlet tilnærming på bakgrunn av:

- *Utslipp, utslippsintensitet og sammenligningsgrunnlag:* For å vurderes under kriteriet må et selskap ha store absolutte utslipp, både aggregert og fra den industritypen som vurderes. Selskapet må også ha vesentlig høyere utslippsintensitet enn selskaper det er naturlig å sammenligne med.
- *Fremoverskuende vurderinger:* Et sentralt spørsmål er om det foreligger konkrete og troverdige planer for hvordan utslippsintensiteten skal reduseres til et akseptabelt nivå innen rimelig tid. Vurderingen skal være i tråd med premisset om en høy terskel for utelukkelse. I vurderingen kan det blant annet være relevant å se hen til selskapets egne planer, hvordan utviklingen ventes å bli i sammenligningsgruppen samt anslått utvikling i relevant teknologi, standarder og praksis.
- *Klimarammeverk:* Som omtalt i fondsmeldingen våren 2015², er det naturlig at en samlet vurdering tar hensyn til om selskapers utslipp av klimagasser er pålagt avgifter, kvoteplikt eller andre reguleringer. I mangel av internasjonale retningslinjer eller standarder, er det naturlig at EUs kvotesystem, som på bakgrunn av sine regler, etterlevelsesmekanismer, nedskaleringfaktor og kvotepriser kan sies å være et stramt klimarammeverk, legges til grunn som en norm eller et sammenligningsgrunnlag ved vurderinger av rammeverk selskaper står overfor.
- *Vurderingsgrunnlag og andre forhold:* Selskapers utslippsintensitet og fremoverskuende

planer kan være det primære vurderingsgrunnlaget. I de tilfeller selskaper opptrer i tråd med lover og regler og omfattes av en stramt klimaregulering som EUs kvotesystem, kan imidlertid ikke deres utslipp i seg selv sies å innebære en uakseptabel atferd. For slike selskaper må det derfor ligge ytterligere forhold til grunn for at atferden vurderes som uakseptabel. Også for øvrige selskaper er det relevant å se hen til eventuelle andre forhold som del av en samlet vurdering, men samtidig slik at utslippsintensitet og fremoverskuende planer kan være et tilstrekkelig vurderingsgrunnlag. Andre forhold som kan være relevante for en samlet vurdering av selskaper, er flytting av produksjon med høy utslippsintensitet fra land med stramt klimarammeverk til land uten klimarammeverk, motarbeidelse eller omgåelse av klimarammeverk, positiv atferd innenfor klimarammeverk, hvordan klimahensyn integreres i selskapsstyringen eller mangelfull rapportering av eller om klimagassutslipp.

Det atferdsbaserte klimakriteriet er omtalt i avsnitt 6.4.

Pengespillselskaper i SPU

I forbindelse med behandlingen av fjorårets fondsmelding viste finanskomiteen til Stortingets anmodningsvedtak 7. mai 2018 om å utrede grunnlaget for å trekke pengespillselskaper ut fra SPU. Finansdepartementet vil peke på at terskelen for etisk motiverte utelukkelse fra fondet skal være høy. Fondet skal ikke være et virkemiddel for å nå andre, politiske målsettinger. Spillvirkosomhet er, innenfor gitte rammer, lovlig i mange land, også i Norge. Det å begrunne utelukkelse av utenlandske pengespillselskaper med at selskapene undergraver norsk lov og den norske enerettsmodellen for spillpolitikk, vil bryte både med målsettingen for fondet og utgangspunktet om at utelukkelse av selskaper skal være basert på etiske kriterier utformet i tråd med et bredt nasjonalt verdigrunnlag og internasjonale normer. På denne bakgrunn etableres det ikke etiske kriterier for observasjon og utelukkelse av spillskaper fra SPU.

Arbeidet med pengespillselskaper i SPU er omtalt i avsnitt 6.6.

Etikkrådsfunksjon for SPN

Finanskomiteen ba i forbindelse med Stortingets behandling av fondsmeldingen våren 2018 om

² Meld. St. 21 (2014–2015) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014*.

regjeringens vurdering av om det er hensiktsmessig å etablere et etikkråd for SPN etter modell fra SPU. Et sentralt moment i Finansdepartementets vurdering er den betydelige forskjellen mellom SPU og SPN, både med hensyn til antall selskaper fondene er investert i og størrelsen på eierandelene i selskapene. Departementet legger særlig vekt på at Folketrygdfondet følger selskapene fondet er investert i tett, og fører en aktiv eierskapsdialog med en stor andel av selskapene i porteføljen. Dette gjør at Folketrygdfondet er i en velegnet posisjon til å drive et aktivt og ansvarlig eierskapsarbeid. Folketrygdfondet har stor påvirkningsmulighet gjennom å formidle sine forventninger til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring. Departementet legger videre vekt på at en egen etikkrådsfunksjon for SPN vil innebære risiko for ulike tolkninger av de etiske retningslinjene, som påpekt av både Etikkrådet og Folketrygdfondet.

Arbeidet med observasjon og utelukkelse er basert på klare risikovurderinger og prioriteringer, og at terskelen for utelukkelse skal være høy. Nordiske selskaper som utelukkes fra SPU, utelukkes også fra SPN. Departementet mener det er lite hensiktsmessig å etablere omfattende mekanismer og bruke ressurser på å analysere norske selskaper, som har hovedkontor i et åpent og velregulert marked og er underlagt streng lovgiving. Departementet mener på denne bakgrunn at det ikke er grunnlag for å gå videre med forslaget om å opprette en egen etikkrådsfunksjon for SPN. Vurderingen er i tråd med anbefalinger i brev fra både Etikkrådet og Folketrygdfondet.

Etikkrådsfunksjon for SPN er omtalt i avsnitt 6.8.

Andre aktuelle temaer

Finansdepartementet har igangsatt et arbeid med å gjennomgå rammeverket og referanseindeksen for aksjer i SPU, herunder den geografiske fordelingen av indeksen. Finansdepartementet har i

brev til Norges Bank bedt om råd og vurderinger av sammensetningen av fondets referanseindeks for aksjer. Banken er blant annet bedt om å gjøre nærmere rede for særtrekk ved og risiko- og avkastningsegenskaper i fremvoksende markeder, samt fondets erfaringer med investeringer i slike markeder. Departementet har også bedt konsulentselskapet og indeksleverandøren MSCI utarbeide en rapport som del av dette arbeidet. Departementet tar sikte på å legge frem vurderinger av rammeverk og referanseindeks for aksjer i fondsmeldingen våren 2020. Arbeidet med rammeverk og referanseindeks er omtalt i avsnitt 3.4.

Norges Bank ga i november 2017 råd om å ta energisektoren ut av referanseindeksen for SPU. Begrunnelsen var at dette vil redusere sårbarheten i statens formue for et varig fall i oljeprisen. Departementet oppnevnte i februar 2018 en ekspertgruppe for å vurdere om fondet fortsatt bør investeres i energiaksjer. Gruppen anbefalte etter en samlet vurdering at SPU fortsatt bør investeres i slike selskaper. Departementet la frem en egen melding om saken 8. mars i år, se Meld. St. 14 (2018–2019) *Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland*. Energiaksjer i SPU er omtalt i avsnitt 3.8.

Sentralbanklovutvalget overleverte sin utredning om ny sentralbanklov og organiseringen av Norges Bank og forvaltningen av SPU til Finansdepartementet 23. juni 2017. Regjeringen la frem sine vurderinger i en egen melding til Stortinget i oktober 2018.³ Stortingets behandling av meldingen viser at det er bred oppslutning om at forvaltningen av SPU bør forbli i Norges Bank, samt at det bør opprettes en egen komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet. Regjeringen vil komme tilbake til Stortinget våren 2019 med en proposisjon om ny sentralbanklov. Arbeidet med styringsstrukturen i forvaltningen av SPU er omtalt i avsnitt 3.9.

³ Meld. St. 7 (2018–2019) *Om ny sentralbanklov*.

2 Statens pensjonsfond utland: strategi og resultater

2.1 Dagens investeringsstrategi

2.1.1 Bakgrunn

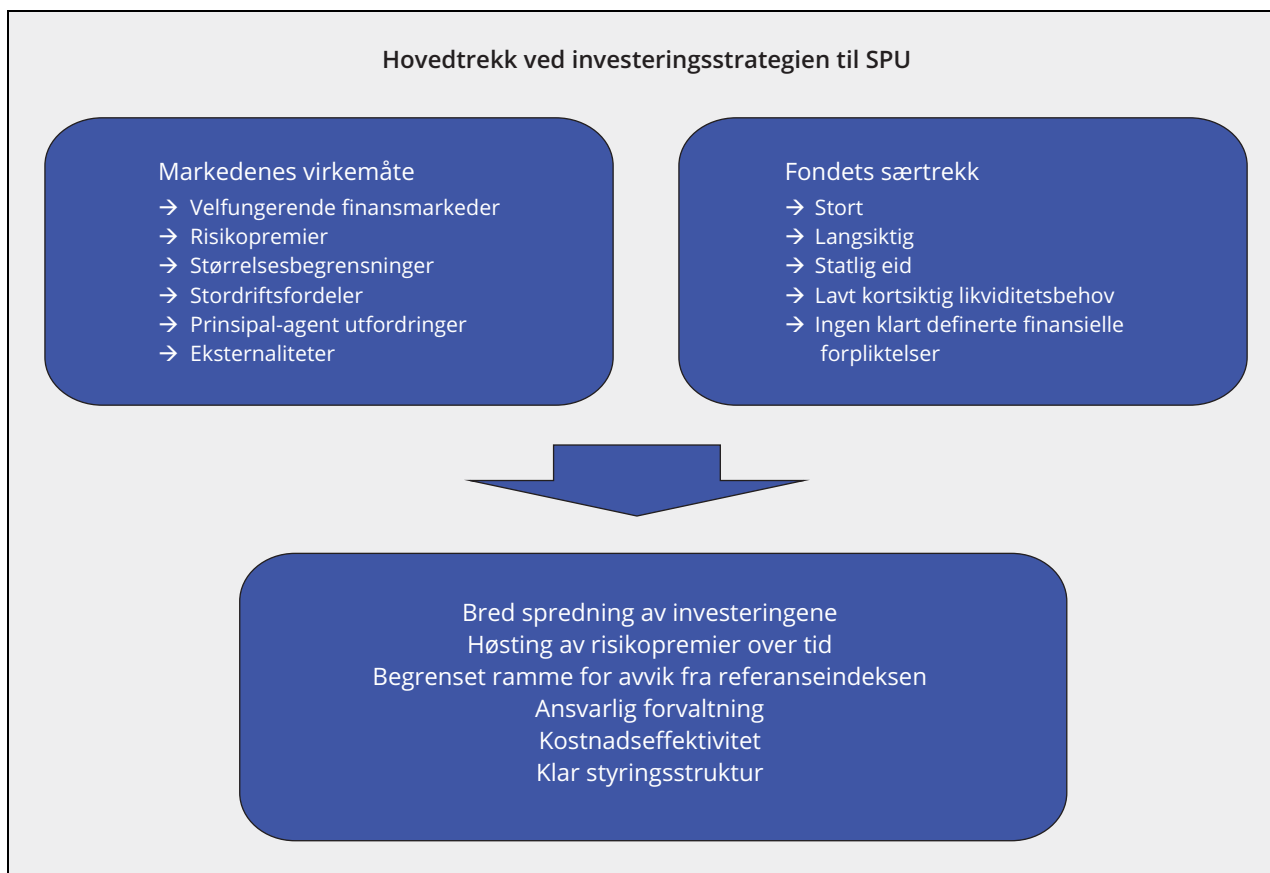
Staten sparer de løpende inntektene fra petroleumsvirksomheten i Statens pensjonsfond utland (SPU). Sparingen er fullt ut integrert i statsbudsjettet, se boks 2.1. Det årlige uttaket fra fondet, det oljekorrigerede underskuddet, bestemmes i statsbudsjettet. Underskuddet skal over tid følge forventet realavkastning av SPU (handlingsregelen).

SPU er en finansiell investor. Målet med forvaltningen er høyest mulig avkastning, etter kostnader og målt i internasjonal valuta, innenfor rammen av akseptabel risiko. Investeringsstrategien følger av mandatet for forvaltningen av SPU, som

er fastsatt av Finansdepartementet. Den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningsoppdraget ivaretas av Norges Bank.

Strategien er utformet med utgangspunkt i fondets formål og særtrekk samt antakelser om hvordan finansmarkedene fungerer. Den er utviklet over tid med utgangspunkt i allment tilgjengelig kunnskap, forskning, praktiske erfaringer og grundige vurderinger. Hovedtrekk ved investeringsstrategien for SPU er oppsummert i figur 2.1.

SPU forvaltes nær referanseindeksen som Finansdepartementet har fastsatt. Mer enn 99 pst. av variasjonen i avkastningen av fondet kan forklares med variasjonen i avkastningen av referanseindeksen. Det er en begrenset ramme for avvik fra



Figur 2.1 Hovedtrekk ved investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland

Kilde: Finansdepartementet.

Boks 2.1 Fondskonstruksjonen og det finanspolitiske rammeverket

Den løpende tilførselen av petroleumsinntekter til SPU representerer i all hovedsak en omgjøring av petroleumsformuen på norsk sokkel til finansformue i utlandet. Disse inntektene skiller seg fra statens øvrige inntekter ved å være en omplassering av formue. Samtidig svinger petroleumsinntektene mye, og vil etterhvert ta slutt.

SPU og de finanspolitiske retningslinjene skal legge til rette for varig høy verdiskaping og en stabil utvikling i fastlandsøkonomien. Som et ledd i dette overføres statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten i sin helhet til fondet. Etter vedtak i Stortinget tas det hvert år ut et beløp for å dekke underskuddet i den øvrige delen av statsbudsjettet (det oljekorrigerte budsjettunderskuddet).

Siden 2001 er følgende finanspolitiske retningslinjer lagt til grunn for uttak fra fondet (handlingsregelen):

- Bruken av fondsinntekter skal over tid følge den forventede realavkastningen av SPU.¹

- Det må legges stor vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet.

Fondet og handlingsregelen bidrar til å skjerme statsbudsjettet fra kortsiktige svingninger i petroleumsinntektene, og gir handlefrihet i finanspolitikken til å motvirke økonomiske tilbakeslag. Samtidig blir bruken av petroleumsinntektene over statsbudsjettet synlig og en integrert del av en helhetlig budsjettprosess. Så lenge staten ikke bygger opp gjeld ved å lånefinansiere utgifter, vil kapitalen i SPU gjenspeile reell finansiell sparing på statens hånd. Det finanspolitiske rammeverket legger til rette for at realverdien av fondet kan opprettholdes til nytte for fremtidige generasjoner. Mens kapitalen i fondet kun kan brukes én gang, kan realavkastningen finansiere et varig høyere nivå på statens utgifter. Handlingsregelen støtter opp om fondets langsiktige horisont.

¹ I 2017 sluttet Stortinget seg til at forventet realavkastning av SPU reduseres fra fire til tre pst.

denne indeksen. Over tid har Norges Bank oppnådd en høyere avkastning enn referanseindeksen (meravkastning) i forvaltningen av fondet.

Åpenhet er en forutsetning for bred oppslutning om og tillit til forvaltningen av SPU. Videre er bred oppslutning om hovedlinjene for forvaltningen av fondet en forutsetning for at en kan holde fast ved den langsiktige strategien, også i perioder med uro i finansmarkedene.

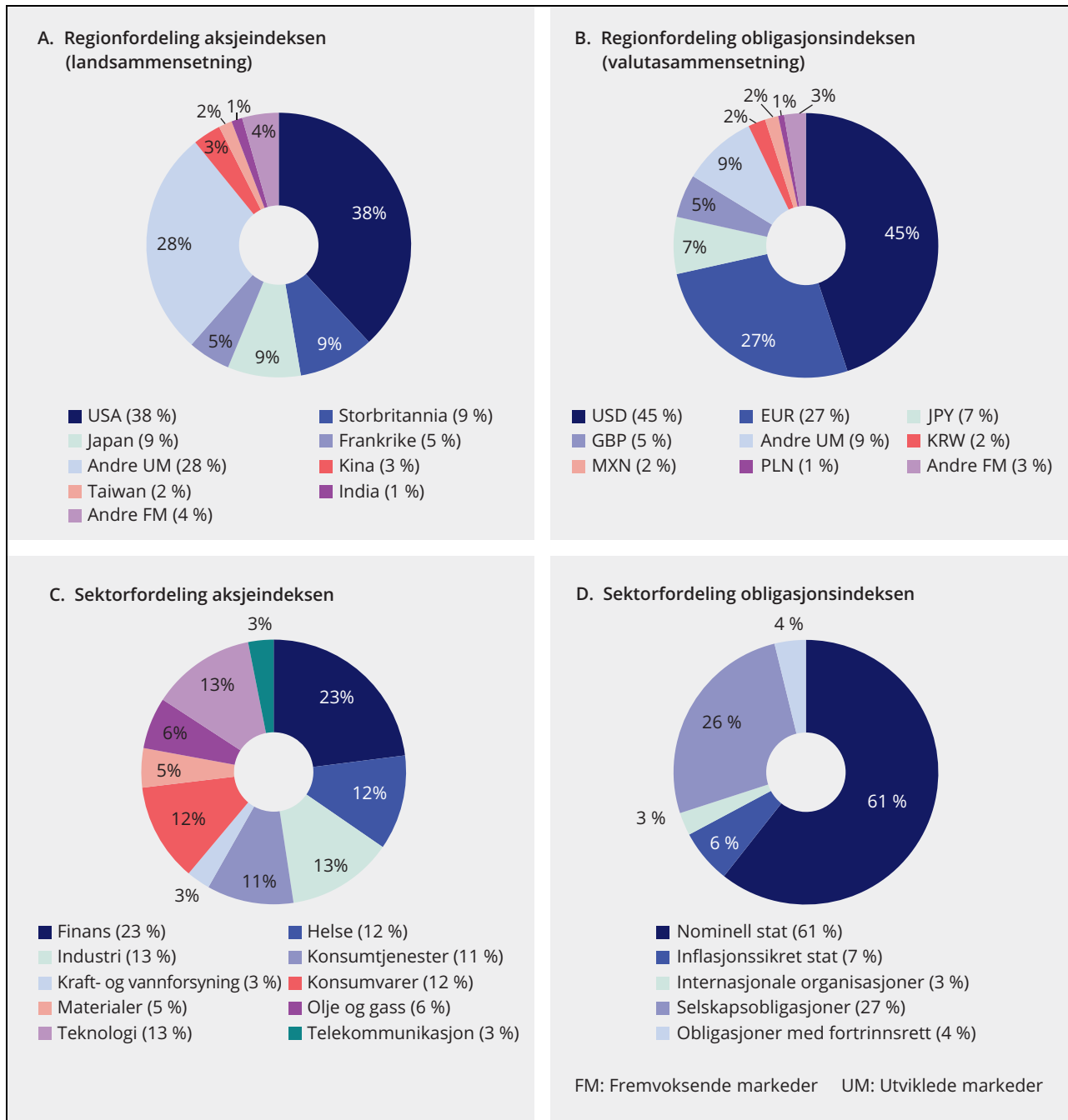
2.1.2 Bred spredning av investeringene

Investeringsstrategien for SPU tar utgangspunkt i at risikoen kan reduseres ved å spre investeringene bredt, såkalt diversifisering. En fordeling av investeringene på ulike aktivaklasser, land, sektorer, selskaper og utstedere bidrar til dette, og gjør fondet mindre sårbart for hendelser som påvirker enkeltinvesteringer eller -markeder. Diversifisering gjør det mulig å ta bort store deler av risikoen som er spesifikk for enkeltinvesteringer, også kalt usystematisk risiko, og bidrar til å bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko i fondet.

Prinsippet om bred spredning av investeringene kommer til uttrykk gjennom departementets valg av referanseindekser for aksjer og obliga-

sjoner. Referanseindeksene er basert på brede markedsindekser fra ledende indeksleverandører internasjonalt, og inneholder mange tusen aksjer og obligasjonslån. Slike markedsindekser er satt sammen med sikte på å gjenspeile investeringsmulighetene i det internasjonale finansmarkedet og kan i utgangspunktet følges tett og til lave kostnader. Referanseindeksene for aksjer og obligasjoner i SPU angir en fordeling av investeringene på ulike land, valutaer, sektorer, selskaper og obligasjonslån, se figur 2.2. Referanseindeksene er også et relevant utgangspunkt for å evaluere resultatene i Norges Banks forvaltning av SPU. De valgte indeksleverandørene fastsetter kriterier for hvilke markeder, selskaper og utstedere som skal inkluderes i indeksene.

Referanseindeksen for aksjer er basert på en indeks fra FTSE Russell og inkluderer alle land, med unntak av Norge, som indeksleverandøren klassifiserer som utviklede markeder, avanserte fremvoksende markeder eller sekundære fremvoksende markeder. Innad i hver region fordeles investeringene etter størrelsen på de noterte aksjemarkedene i landene som inngår i indeksen, justert for fri flyt. Referanseindeksen for aksjer er supplert med justeringsfaktorer fastsatt av Finans-



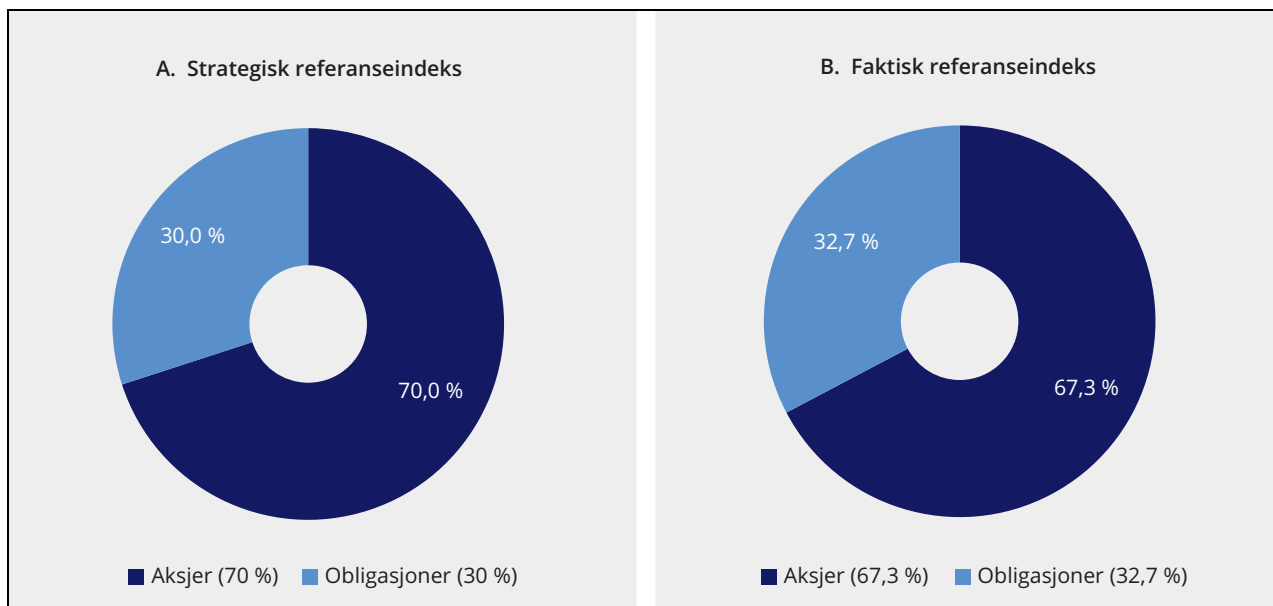
Figur 2.2 Aksje- og obligasjonsindeksens fordeling på geografiske regioner og sektorer per 31. desember 2018

Kilder: Bloomberg, FTSE Russell, Norges Bank og Finansdepartementet.

departementet for ulike land og markeder. Justeringsfaktorene innebærer at fordelingen mellom regioner avviker noe fra markedsvekter ved at en større andel investeres i Europa og en mindre andel i USA og Canada. Departementet varsler i denne meldingen at det er satt i gang et arbeid med å gjennomgå rammeverk og referanseindeks for aksjer i SPU, herunder den geografiske fordelingen av indeksen, se omtale i avsnitt 3.4.

Obligasjonsindeksen er basert på indekser utarbeidet av Bloomberg, og består av en statsdel

og en selskapsdel. Statsdelen utgjør 70 pst. og inkluderer nominelle statsobligasjoner, inflasjonssikrede statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner. Selskapsdelen utgjør de resterende 30 pst. og består av selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett. Fordelingen mellom de to delindeksene ligger fast, med full månedlig tilbakevektning til de valgte vektene. Obligasjoner utstedt i norske kroner eller med norske utstedere inngår ikke i indeksen.



Figur 2.3 Sammensetning av strategisk og faktisk referanseindeks for SPU ved utgangen av 2018

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Mens fordelingen av investeringene innenfor delindeksen for selskapsobligasjoner er basert på markedsvekter, er fordelingen på land innen statsdelen basert på økonomienes relative størrelse målt ved brutto nasjonalprodukt (BNP). Enkelte land har høyt BNP sammenlignet med størrelsen på landets marked for statsobligasjoner. Av hensyn til referanseindeksens investerbarhet er enkelte landvekter i statsdelen derfor supplert med justeringsfaktorer fastsatt av Finansdepartementet. Krav til investerbarhet er særlig viktig på grunn av fondets størrelse. Se avsnitt 3.1 for omtale av nytt rammeverk og referanseindeks for obligasjoner i SPU.

2.1.3 Høsting av risikopremier

Brede bevegelser i markedspriser på aksjer, valutaer, råvarer og renter omtales gjerne som markedsrisiko eller systematisk risiko. Ifølge finansteorien kan investorer forvente en kompensasjon for å bære denne typen risiko. Den forventede meravkastningen utover det en kan oppnå ved en risikofri plassering av kapitalen kalles en risikopremie. Høyere systematisk risiko innebærer høyere forventet avkastning, men også større variasjon i verdien på investeringene og større sannsynlighet for tap.

En sentral risikopremie er aksjepremien, som er den forventede meravkastningen ved å investere i aksjer fremfor mer sikre obligasjoner. Tilsvarende vil en investor forvente en kompensasjon, en såkalt kredittpremie, for risikoen ved at

en låntaker ikke innfrir sine forpliktelser. Størrelsen på disse premiene er usikre og kan variere over tid.

Investorer har ulik tidshorisonnt på sine investeringer og ulik evne til å bære risiko. Som eier av SPU legger staten opp til at også fremtidige generasjoner skal få glede av petroleumsinntektene. Sannsynligheten for store og uventede uttak fra fondet vurderes som relativt lav. Den lange investeringshorisonten gjør SPU godt egnet til å bære risiko som forutsetter en lang tidshorisonnt. Dette fortrinnet utnyttes blant annet til å høste den forventede meravkastningen av investeringer i aksjer fremfor mer sikre obligasjoner.

Sammensetningen av referanseindeksen gjenspeiler eiers avveining av forventet avkastning og risiko. For SPU er andelen aksjer i indeksen det valget som i størst grad bestemmer fondets samlede avkastning og risiko. Aksjeandelen i den samlede, *strategiske referanseindeksen* for fondet er besluttet økt til 70 pst.,¹ se omtale i avsnitt 3.5. Obligasjoner utgjør den resterende andelen av den strategisk referanseindeksen. Obligasjoner forventes å ha lavere avkastning enn aksjer, men også lavere risiko.

Markedsprisene på aksjer og obligasjoner endres løpende, og vil normalt utvikle seg ulikt over tid. Det er derfor lite hensiktsmessig å holde

¹ I 2017 sluttet Stortinget seg til at aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU økes fra 62,5 pst. til 70 pst. Innfasingen skjer over tid i henhold til en plan fastsatt i samråd med Norges Bank.

fordelingen av aksjer og obligasjoner fast på ethvert tidspunkt, blant annet fordi hyppige transaksjoner vil kunne påføre fondet høye kostnader. Det er derfor fastsatt en *faktisk referanseindeks* der andelene aksjer og obligasjoner tillates å bevege seg innenfor et fastsatt bånd. Figur 2.3 viser sammensetningen av strategisk og faktisk referanseindeks for SPU ved utgangen av 2018.

Dersom andelen aksjer i den faktiske referanseindeksen blir vesentlig lavere eller høyere enn i den strategiske, vil det kunne innebære en annen risiko og forventet avkastning enn det som i utgangspunktet er forankret gjennom valget av aksjeandel. Finansdepartementet har derfor fastsatt bestemmelser om tilbakevekting (rebalansering) av aksjeandelen når avviket er større enn de fastsatte grensene. Tilbakevekting gir også investeringsstrategien et visst motsyklisk trekk, ved at fondet kjøper den aktivaklassen som relativt sett har falt mye i verdi og selger den aktivaklassen som har steget relativt mye. Særskilte bestemmelser om tilbakevekting er fastsatt for perioden der aksjeandelen økes fra 62,5 pst. til 70 pst. Departementet har i denne meldingen vurdert behovet for å justere bestemmelsene om tilbakevekting i lys av økningen i aksjeandelen til 70 pst., se omtale i avsnitt 3.3.

2.1.4 Begrenset ramme for avvik fra referanseindeksen

Investeringsstrategien for SPU tar utgangspunkt i at finansmarkedene i all hovedsak er velfungerende. Konkurransen mellom markedsaktørene er gjennomgående høy, og ny, offentlig tilgjengelig informasjon antas dermed raskt å bli gjenspeilet i prisene på ulike verdipapirer. Det vil derfor være vanskelig systematisk å oppnå høyere avkastning enn markedet, målt som resultatet til et gjennomsnitt av investorer. Et naturlig utgangspunkt for investorer er derfor å spre investeringene bredt og søke å minimere forvaltningskostnadene.

Enkelte investorer kan likevel ha særtrekk eller fortrinn som gjør det mulig å oppnå meravkastning over tid. For SPU er størrelse et særtrekk som fondet kan utnytte til å høste stordriftsfordeler. Samtidig kan størrelse være en ulempe ved at enkelte forvaltningsstrategier vanskelig kan skaleres opp, og fordi det kan være krevende å gjøre store tilpasninger i porteføljen i løpet av kort tid uten at transaksjonskostnadene blir høye.

Finansdepartementets mandat for SPU setter en øvre ramme for Norges Banks avvik fra referanseindeksen. Målet med avvikene er å utnytte

fondets særtrekk og fortrinn til å oppnå meravkastning og sikre en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen. Løpende tilpasninger i sammensetningen av faktisk portefølje krever nærhet og kjennskap til markedene, og gjennomføringen av slike tilpasninger er derfor delegert til Norges Bank. Rammen for avvik brukes også til å oppfylle krav i mandatet om miljørelaterte investeringer samt krav om å ta hensyn til statsfinansiell styrke i forvaltningen av statsobligasjoner.

I mandatet for SPU er adgangen til å avvike fra referanseindeksen rammet inn ved en grense for forventet relativ volatilitet, som er fastsatt til 1,25 prosentenheter. Forventet relativ volatilitet angir hvor mye avkastningen av faktisk portefølje ventes å kunne avvike fra referanseindeksen i et normalår.

Mandatet definerer også hvilke finansielle instrumenter som det er tillatt å investere fondsmidlene i (investeringsuniverset), samt stiller øvrige krav for å begrense risikoen ved avvik fra indeksen. Fondet skal blant annet kun investeres utenfor Norge, i omsettelige gjeldsinstrumenter og i aksjer som er notert eller planlegges notert på anerkjente markedsplasser. Videre kan fondet eie inntil 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap.² Det er også fastsatt mandatbestemmelser som legger opp til en stor grad av overlapp mellom de faktiske investeringene og referanseindeksen.

Referanseindeksen angir ønsket fordeling av kapitalen på tvers av aktivaklassene aksjer og obligasjoner, geografiske regioner, markeder og valutaer, og gir en detaljert beskrivelse av hvordan fondet i utgangspunktet skal være investert. Dette skiller SPU fra enkelte andre store fond, der referanseindeksens rolle er å sette overordnede rammer for risiko, mens den detaljerte sammensetningen av investeringene er delegert til forvalter. Strategien for SPU innebærer at avkastning og risiko i fondet i all hovedsak følger av referanseindeksen.

Mandatet fra departementet åpner for at Norges Bank kan investere en mindre andel av SPU i unotert eiendom. I det unoterte markedet er det vanskeligere å måle avkastning og styre risiko enn i det noterte markedet, og det eksisterer ingen gode referanseindekser som kan følges tett og til lave kostnader. Investeringene kan ikke på en enkel og kostnadseffektiv måte spres bredt gjennom små eierandeler i mange eiendommer. Oppnådde resultater vil avhenge av forvalters fortrinn og konkrete valg av investeringer. Unotert eiendom er derfor inkludert i rammen for forventet relativ volatilitet, på lik linje med andre avvik fra referanseindeksen.

² Det er gjort unntak for eiendomsselskaper.

Omfanget og innretningen av eiendomsinvesteringene bestemmes av de valg som Norges Bank gjør i den operative forvaltningen.

Norges Bank er i mandatet for SPU pålagt omfattende krav til rapportering om avkastning, risiko og kostnader, også for enkeltstrategier som benyttes i forvaltningen. For aksje- og obligasjonsporteføljene måles resultater mot respektive referanseindekser. Resultatene i disse porteføljene kan påvirkes av hvilke aksjer og obligasjoner som selges for å finansiere kjøp av unotert eiendom. Bidraget fra denne finansieringen skal derfor angis særskilt. Den samlede referanseindeksen er resultatmål for investeringene i SPU sett under ett.

Departementet legger i denne meldingen opp til å åpne for unotert infrastruktur for fornybar energi innenfor miljømandatene, se omtale i avsnitt 3.2.

2.1.5 Ansvarlig forvaltning

SPU skal forvaltes ansvarlig innenfor den overordnede finansielle målsettingen. Mandatet fra departementet legger samtidig til grunn at god finansiell avkastning over tid vil avhenge av velfungerende markeder og en bærekraftig utvikling.

Arbeidet med ansvarlig forvaltning, herunder prinsipp- og standardsetting, utøvelse av eierskap og risikohåndtering, er en integrert del av forvaltningen. Hovedstyret i Norges Bank fattet også beslutninger om observasjon og utelukkelse av selskaper basert på råd fra Etikkrådet i henhold til de etisk motiverte retningslinjene fastsatt av departementet. SPU er imidlertid ikke egnet til å ivareta alle typer forpliktelser Norge har. Det er bred enighet om at fondet ikke skal være et instrument i utenriks- eller klimapolitikken.

Rammeverket for ansvarlig forvaltning er nærmere omtalt i kapittel 6.

2.1.6 Kostnadseffektivitet

Finansdepartementet legger vekt på at forvaltningen av SPU skal være kostnadseffektiv. Flere forhold legger til rette for lave kostnader i forvaltningen av fondet. Investeringsstrategien legger opp til at SPU i all hovedsak er investert i noterte aksjer og obligasjoner, samtidig som rammen for avvik fra referanseindeksen er begrenset. Generelt vil forvaltningskostnadene øke med graden av aktiv forvaltning, innslaget av unoterte investeringer og andelen av kapitalen som er forvaltet av eksterne. Videre bidrar fondets størrelse til at en kan utnytte stordriftsfordeler og bygge opp intern kompetanse. Forvaltningskostnadene, målt som andel av fond-

skapitalen, vil typisk være lavere for et stort fond enn for et lite fond. Sammenligninger med andre store fond viser at forvaltningskostnadene i SPU er lave, målt som andel av forvaltet kapital.

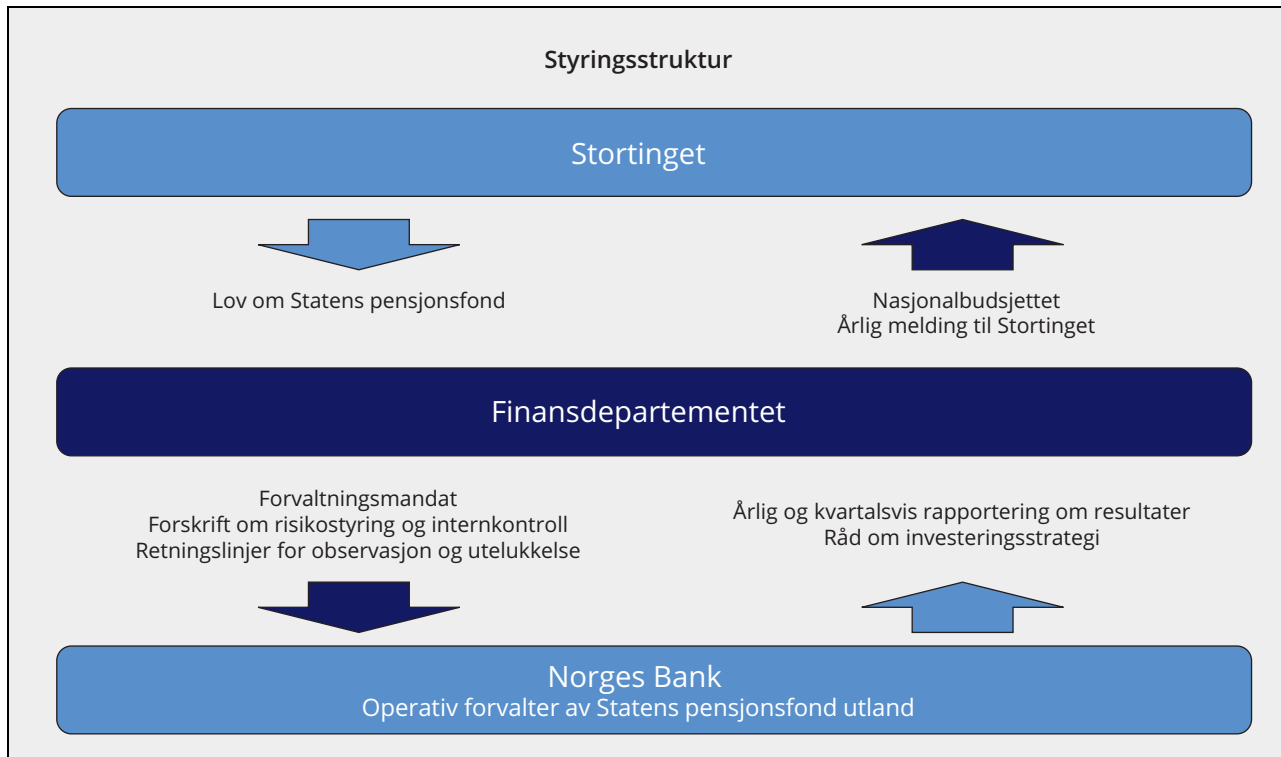
Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning, etter kostnader. Vurderinger av bankens resultater i gjennomføringen av forvaltningsopdraget krever derfor at en ser både på kostnader og oppnådd meravkastning over tid. Normalt vil en passiv (indeks-)forvaltning ha lavere forvaltningskostnader enn aktiv forvaltning, men det vil også være mindre rom for å søke meravkastning. En sammenligning av passiv og aktiv forvaltning må også ta hensyn til at avkastningen av referanseindeksen ikke kan oppnås kostnadsfritt. Det skyldes blant annet at det påløper transaksjonskostnader ved handel med verdipapirer. Resultatene i Norges Banks forvaltning er omtalt i avsnitt 2.2.

Norges Bank får dekket de faktiske forvaltningskostnadene inntil en øvre ramme satt av Finansdepartementet. Rammen angis som en andel av kapitalen i SPU. Innenfor rammen fastsetter Norges Banks representantskap et budsjett for bankens oppgave med å forvalte SPU, tilsvarende som for øvrige deler av bankens virksomhet, etter forslag fra Norges Banks hovedstyre.

2.1.7 Klar styringsstruktur

Stortinget, Finansdepartementet og Norges Bank har ulike roller i forvaltningen av SPU. Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond gitt Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av SPU. Norges Bank står for den operative gjennomføringen. En klar rolledeling mellom alle styringsnivåer i forvaltningen, fra Stortinget til den enkelte forvalter, tydeliggjør ansvar. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i styringskjeden, mens rapportering av resultater og risiko går oppover, se figur 2.4. Regelverket og delegeringsfullmakter vil nødvendigvis være mer detaljerte jo lenger ned i styringskjeden en kommer. Hvert ledd har en egen tilsynsenhet som mottar rapportering fra og utøver tilsyn med leddet under. Unntaket fra dette prinsippet er at Norges Banks hovedstyre er gjenstand for tilsyn fra det stortingsoppnevnte representantskapet, som også oppnevner bankens revisor. Norges Banks representantskap rapporterer til Stortinget.

Det er bred enighet om at viktige veivalg, som vesentlige beslutninger om hvor mye risiko en skal ta i forvaltningen av fondet, forankres i Stortinget før de gjennomføres. Behandlingen av de årlige fondsmeldingene er en sentral del av denne forankringen. Bred forankring av og god forstå-



Figur 2.4 Styringsstruktur for SPU

Kilde: Finansdepartementet.

else for risikoen i fondet legger til rette for at en kan holde fast ved investeringsstrategien over tid, også i perioder med uro i finansmarkedene. Styringsstrukturen legger til rette for at investeringsstrategien og risikoprofilen kan forankres hos eier, representert ved Stortinget.

Samtidig må styringsstrukturen være tilstrekkelig fleksibel ved delegering av fullmakter, slik at løpende beslutninger i den operative forvaltningen kan tas nær markedene fondet investeres i. Det er verken ønskelig eller mulig at den operative forvaltningen av SPU detaljreguleres og styres fra Finansdepartementet. Mandatet uttrykker den overordnede strategien for investeringene og rammene for forvaltningen. Norges Bank er i mandatet pålagt å ta investeringsbeslutninger uavhengig av departementet. Uavhengigheten gjelder også ved utøvelsen av eierrettighetene som følger av investeringene. En slik arbeidsdeling har bred støtte i Stortinget.

En god styringsstruktur bør videre legge til rette for størst mulig sammenfall mellom oppdragsgivers (prinsipal) og beslutningstakers (agent) interesser. I praksis vil delegering av fullmakter likevel kunne gi opphav til interessekonflikter fordi prinsipal og agent kan ha motstridende interesser eller ulik informasjon, såkalt

prinsipal-agent-problematikk. Slike interessekonflikter kan oppstå på ulike nivåer, eksempelvis mellom eier og styret i en virksomhet, eller mellom styret og administrasjon. I kapitalforvaltning kan det være interessekonflikter mellom eier av kapitalen og forvalter.

Det vises for øvrig til omtale i avsnitt 3.9 av arbeidet med å styrke styringsstrukturen for forvaltningen av SPU.

2.2 Resultater

Dette avsnittet gjør rede for hovedtrekk ved resultatene fra forvaltningen av SPU i 2018 med utgangspunkt i Norges Banks årsrapportering. I tillegg til en hovedrapport har Norges Bank for 2018 gitt ut publikasjoner med utvidet informasjon om henholdsvis ansvarlig forvaltning og avkastning og risiko. Disse publikasjonene og annen informasjon er tilgjengelige på bankens nettsider.

2.2.1 Markedsutvikling

2018 var preget av usikkerhet i finansmarkedene. Mens det i 2017 gjennomgående var økonomisk vekst i de fleste markeder var 2018 et år med svakere vekst og store variasjoner mellom ulike mar-

keder. Den økonomiske veksten i USA var fortsatt sterk, mens den var svak i de fleste andre markeder. Økte handelsbarrierer bidro til økt usikkerhet om fremtidig økonomisk vekst. Aksjeprisene falt i de fleste markedene gjennom året, og i fjerde kvartal var det også et betydelig kursfall i amerikanske aksjer.

Amerikanske nøkkeltall var i fjor sterke og forventningene til videre vekst tok seg opp. Skatteutt og økte offentlige utgifter bidro til aktivitetsvekst og økt selskapsinntjening. Den amerikanske sentralbanken hevet renten fire ganger i 2018, samtidig som den fortsatte å redusere sin egen beholdning av verdipapirer. Forventningene til fremtidige rentehevinger ble derimot redusert mot slutten av året. Den amerikanske dollaren styrket seg gjennom året, særlig mot valutaene til fremvoksende markeder.

Innstramminger i den økonomiske politikken bidro til svakere vekst i Kina. I tillegg bidro handelskonflikten med USA til usikkerhet om veksten fremover og fall i aksjeprisene. Den kinesiske valutaen (renminbi) svekket seg betydelig gjennom året, særlig mot amerikanske dollar.

I Europa var det i fjor en svekkelse av de økonomiske nøkkeltallene, noe som må ses i sammenheng med enkelthendelser og redusert etterspørsel etter varer og tjenester. Usikkerhet om politiske forhold og planer om økte offentlige underskudd i Italia virket negativt på finansmarkedene. Den europeiske sentralbanken holdt styringsrenten uendret gjennom året, og signali-

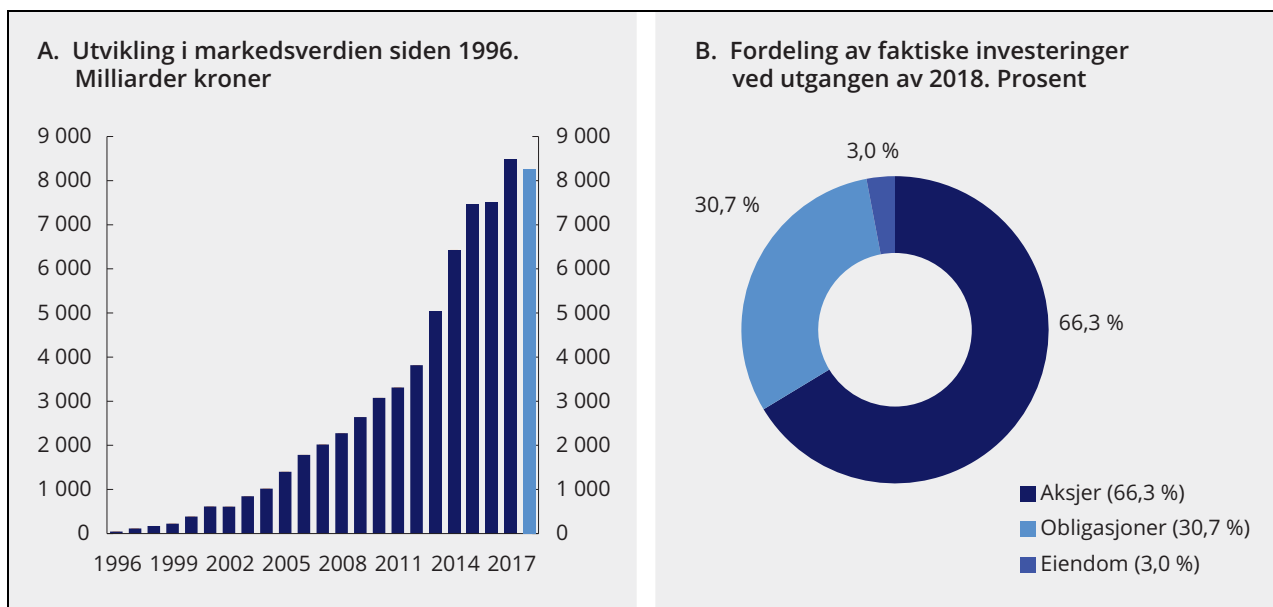
serte at renten ville forbli uendret i hvert fall til over sommeren 2019. Sentralbankens kjøp av lange obligasjoner ble derimot redusert gjennom året, og de kvantitative lettelsene ble avsluttet i desember.

Amerikanske obligasjonsrenter steg gjennom året, men oppgangen snudde mot slutten av året. Renteforskjellen mellom USA og resten av verden økte som følge av innstramminger i den amerikanske pengepolitikken. Globale obligasjonsrenter var ved inngangen til 2019 fortsatt lave, til tross for at både den amerikanske og den britiske sentralbanken hevet styringsrentene i fjor.

2.2.2 Markedsverdi

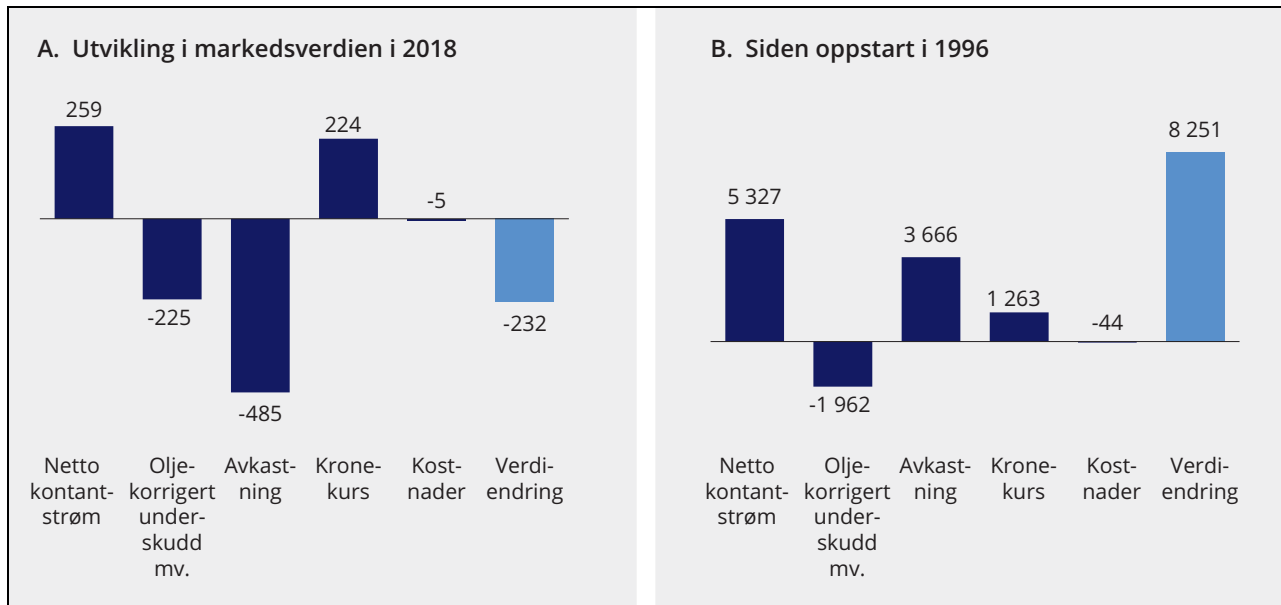
Ved utgangen av 2018 var markedsverdien av SPU 8 251 mrd. kroner, se figur 2.5A.³ Investeringene var fordelt med 5 477 mrd. kroner i aksjer, 2 533 mrd. kroner i obligasjoner og 246 mrd. kroner i unotert eiendom. Figur 2.5B viser den prosentvise fordelingen av fondets investeringer på aksjer, obligasjoner og unotert eiendom ved utgangen av 2018.

³ I beretningsdelen av årsrapporten for SPU oppgir Norges Bank en markedsverdi av investeringene på 8 256 mrd. kroner. Tallet er før fratrukk for forvaltningskostnader for 2018. Etter fratrukk for slike kostnader var verdien av fondet 8 251 mrd. kroner, se tabell 5 i årsrapporten og i rapportens «Oppstilling av endringer i eiers kapital» i regnskapsrapporteringen.



Figur 2.5 Utvikling i markedsverdien av SPU siden 1996 og fordeling av faktiske investeringer ved utgangen av 2018

Kilder: Norge Bank og Finansdepartementet.



Figur 2.6 Utvikling i SPU's markedsverdi. Milliarder kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Markedsverdien av SPU falt med 232 mrd. kroner i løpet av fjoråret, se figur 2.6A. Det skyldes i all hovedsak negativ avkastning i finansmarkedene, særlig i aksjemarkedene. Den norske kronen svekket seg mot fondets valutakurv, noe som isolert sett bidro til å øke verdien av fondet målt i norske kroner. Siden fondets oppstart i 1996 har en svekkelse av kronen trukket opp verdien av fondet med 1 263 mrd. kroner. Endringer i kronekursen påvirker ikke fondets internasjonale kjøpekraft.

2.2.3 Avkastning

Avkastningen av SPU i 2018 var -6,1 pst. før fradrag for forvaltningskostnader.⁴ De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig nominell avkastning vært 5,3 pst., se tabell 2.1.

Aksjer

Aksjeporteføljen fikk en avkastning på -9,5 pst.⁵ Fondets europeiske investeringer hadde svakest avkastning i 2018, mens aksjeinvesteringene i Nord-Amerika falt minst, målt i fondets valutakurv. De siste 20 årene har aksjeporteføljen hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 5,3 pst.

⁴ Alle avkastningstall i dette avsnittet er målt i fondets valutakurv. I vedlegg 2 til denne meldingen er årlig avkastning av fondet også oppgitt i andre valutaer enn valutakurven.

⁵ Inkludert notert eiendom.

SPU har en høyere andel europeiske aksjer og lavere andel amerikanske aksjer enn det som følger av globale markedsindekser. I fondsmeldingen våren 2012⁶ pekte departementet på grunner til at fondet på lang sikt bør ha en noe høyere andel investert i Europa enn det som følger av markedsvekter, og en noe lavere andel i det amerikanske markedet, se avsnitt 2.1. Departementet varsler i denne meldingen at det er satt i gang et arbeid med å gjennomgå referanseindeksen for aksjer, herunder den geografiske fordelingen, se omtale i avsnitt 3.4.

I 2018 var avkastningen vesentlig lavere for europeiske aksjer enn for nord-amerikanske aksjer. Det bidro til at avkastningen av SPU's aksjeindeks var om lag 1,5 prosentenheter lavere enn for den globale aksjeindeksen FTSE Global All Cap. Slike avkastningsforskjeller vil kunne variere betydelig fra år til år.

Ved utgangen av 2018 var 138 selskaper ekskludert fra SPU's referanseindeks som følge av fondets etiske retningslinjer. Både i enkeltår og over tid må en forvente at de ekskluderte aksjene kan bidra til å øke eller redusere avkastningen av referanseindeksen. I 2018 fikk de utelukkede selskapene en noe lavere gjennomsnittlig avkastning enn referanseindeksen, og bidro dermed til å øke avkastningen av referanseindeksen for aksjer med 0,14 prosentenheter.

⁶ Meld. St. 17 (2011–2012) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011*.

Tabell 2.1 Avkastning av SPU i 2018, siste 3, 5, 10 og 20 år, målt i fondets valutakurv. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2018	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år
<i>SPU</i>					
Portefølje	-6,12	4,49	4,75	8,33	5,29
Inflasjon	1,70	1,74	1,37	1,69	1,81
Forvaltningskostnader	0,05	0,06	0,06	0,07	0,09
Netto realavkastning	-7,74	2,65	3,27	6,46	3,33
Referanseindeks	-5,82	4,41	4,70	7,74	5,03
Meravkastning (prosentenheter) ¹	-0,30	0,15	0,03	0,58	0,25
<i>Aksjer</i>					
Aksjeportefølje ²	-9,49	5,53	5,66	10,54	5,31
Referanseindeks	-8,80	5,53	5,65	10,20	4,87
Meravkastning (prosentenheter)	-0,69	0,01	0,01	0,34	0,44
Herav finansiering av eiendomsinvesteringer	0,00				
Herav andre avvik	-0,69				
<i>Obligasjoner</i>					
Obligasjonsportefølje	0,56	2,72	3,05	4,52	4,33
Referanseindeks	0,56	2,52	3,12	3,64	4,18
Meravkastning (prosentenheter)	0,00	0,19	-0,07	0,87	0,14
Herav finansiering av eiendomsinvesteringer	0,00				
Herav andre avvik	-0,01				
<i>Unotert eiendom</i>					
Unotert eiendomsportefølje ³	7,53	5,23	7,19	6,25	
Fondets referanseindeks ⁴	-5,82				
Aksjer og obligasjoner som er solgt	-2,06				
Meravkastning vs. fondets referanseindeks	13,35				
Herav meravkastning som skyldes valgt finansieringsmodell ⁵	3,76				
Herav meravkastning sammenlignet med finansiering	9,59				

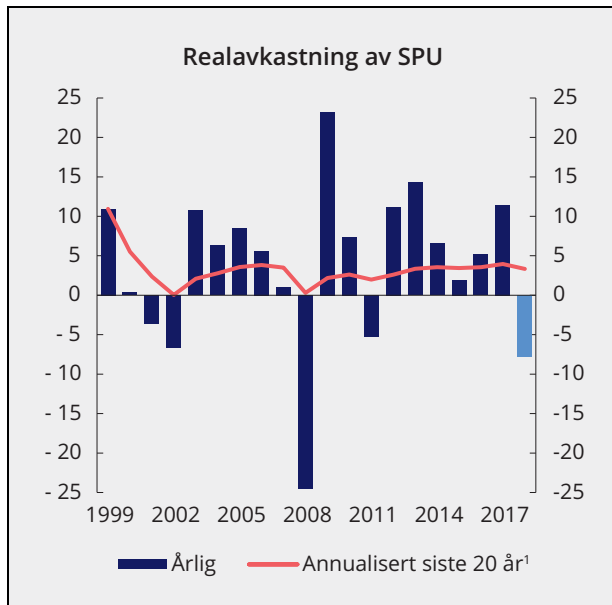
¹ Inkluderer eiendom fra og med 2017. Før 2017 er meravkastningen beregnet basert på avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljen.

² Aksjeporteføljen inkluderer fra og med 2017 noterte eiendomsinvesteringer.

³ Den første eiendomsinvesteringen ble gjennomført i første kvartal 2011. Avkastning siste ti år er annualisert avkastning fra og med 1. april 2011. Den unoterte eiendomsporteføljen inkluderer i perioden 2014–2016 også noterte eiendomsinvesteringer.

⁴ Reguleringen av unoterte eiendomsinvesteringer ble endret fra og med 2017. Relativ avkastning er derfor kun vist for siste år.

⁵ Differansen mellom avkastningen av aksjene og obligasjonene som er solgt for å finansiere unotert eiendom og avkastningen av fondets referanseindeks.



Figur 2.7 Realavkastning av SPU etter fradrag for forvaltningskostnader, målt i fondets valutakurv. Prosent

¹ Geometrisk gjennomsnitt fra 1999 og frem til hvert enkelt år. Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Obligasjoner

SPUs obligasjonsportefølje hadde en avkastning i fjor på 0,6 pst. Statsobligasjoner ga høyest avkastning, mens pantesikrede obligasjoner og statsrelaterte obligasjoner hadde lavest avkastning. De siste 20 årene har obligasjonsporteføljen hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 4,3 pst.

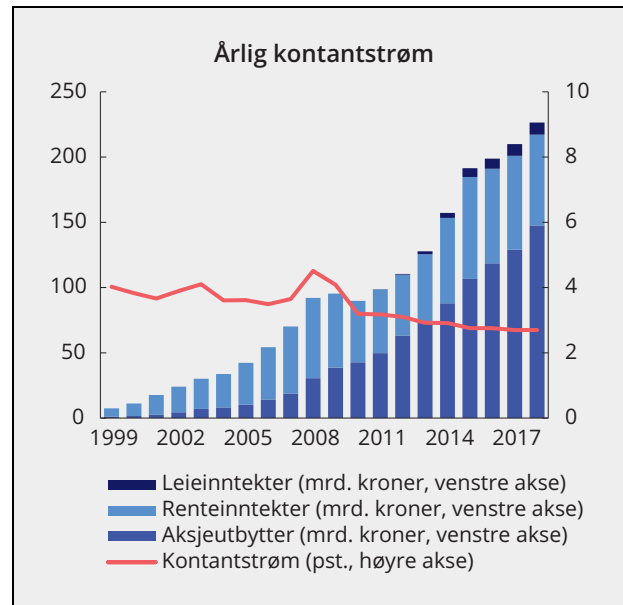
Unotert eiendom

Avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje var 7,5 pst. i 2018. Avkastningen påvirkes hovedsakelig av leieinntekter og verdiendringer på eiendom og gjeld, som bidro med henholdsvis 3,6 og 4,1 prosentenheter til avkastningen i fjor. Gjennomsnittlig årlig avkastning av den unoterte eiendomsporteføljen fra fondets første investering ble foretatt i 2011 frem til og med 2018 var 6,3 pst.⁷

Realavkastning og løpende inntekter fra forvaltningen

Realavkastning etter fradrag for forvaltningskostnader var i 2018 på -7,7 pst., se figur 2.7. De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig netto realavkastning vært 3,3 pst. I 2018 var løpende inn-

⁷ Inkluderer noterte eiendomsinvesteringer i perioden 2014 til 2016.



Figur 2.8 Utvikling i årlig kontantstrøm i SPU. Målt i milliarder kroner og som andel av gjennomsnittlig fondsverdi

Kilde: Norges Bank.

tekter i SPU 226 mrd. kroner, tilsvarende 2,7 pst. av gjennomsnittlig kapital, se figur 2.8.

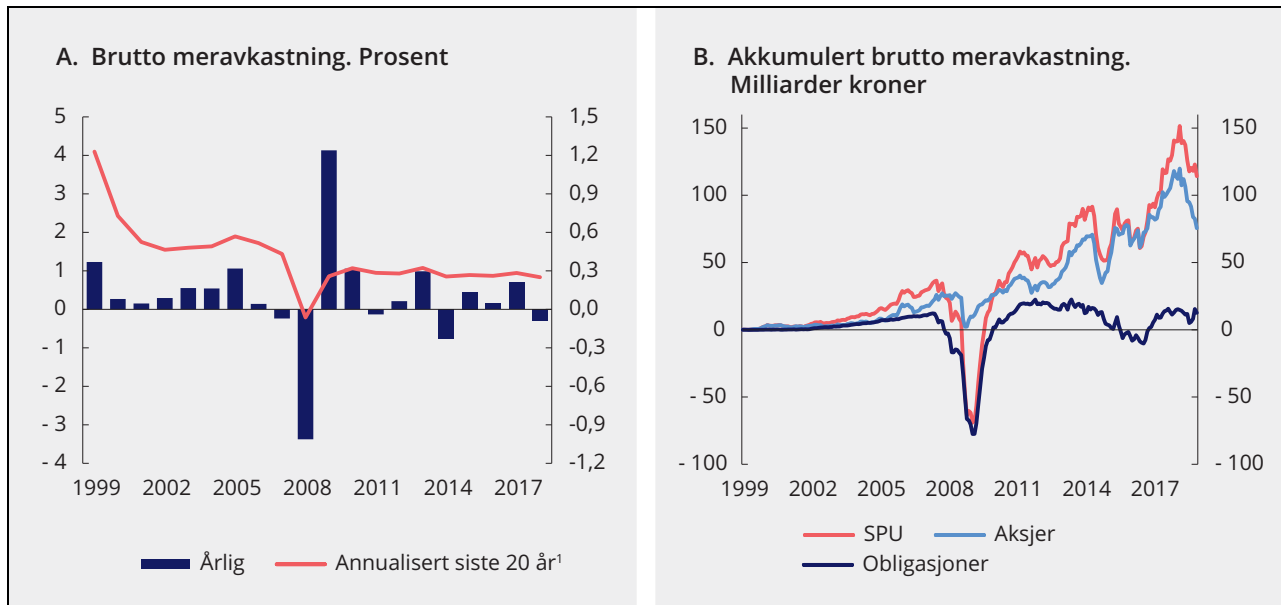
2.2.4 Meravkastning i forvaltningen

Norges Bank kan avvike fra referanseindeksen innenfor rammer som er fastsatt av Finansdepartementet i mandatet for SPU. Det ligger til rette for at Norges Bank har et visst handlingsrom til å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og søke å oppnå meravkastning.

Fra og med 2017 inngår investeringer i unotert eiendom i bankens avvik fra referanseindeksen. I perioden frem til og med 2016 er det kun fondets samlede aksje- og obligasjonsportefølje som er med i beregninger av meravkastning.

I 2018 var den samlede avkastningen av fondets investeringer 0,30 prosentenheter lavere enn referanseindeksens avkastning, se figur 2.9. Denne mindreakstningen tilsvarer om lag 27 mrd. kroner.⁸ De siste 20 årene har Norges Banks forvaltning i gjennomsnitt bidratt med 0,25 prosentenheter i årlig meravkastning. Samlet tilsvarer det anslagsvis 114 mrd. kroner før kostnader og 70 mrd. kroner etter at totale for-

⁸ Brutto meravkastning i mrd. kroner er beregnet ved å multiplisere meravkastningen i hver måned med kapitalen ved inngangen til måneden. Deretter summeres meravkastningene for alle månedene.



Figur 2.9 Brutto meravkastning (differanseavkastning) av Norges Banks forvaltning

¹ Geometrisk gjennomsnitt fra 1999 og frem til hvert enkelt år.
Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

valtningskostnader er trukket fra. Professorene Magnus Dahlquist og Bernt Arne Ødegaard skrev i en rapport⁹ til Finansdepartementet i 2018 at meravkastning etter fradrag for totale forvaltningskostnader må anses som et nedre anslag på verdiskapingen som tilfaller kapital-eier, fordi det ville påløpt kostnader også ved passiv forvaltning.

Aksjer og obligasjoner

I mandatet for forvaltningen av SPU er fondets investeringer fordelt på en aksjeforfølje, en obligasjonsportefølje og en portefølje av unotert eiendom. Avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljene måles mot sine respektive referanseindeks, mens den unoterte eiendomsporteføljen skal vurderes mot et bredt sett av avkastningsmål.

Når Norges Bank investerer i unotert eiendom, må banken selge aksjer og obligasjoner for å finansiere eiendomsinvesteringen. For at fondet samlet sett ikke skal avvike vesentlig fra referanseindeksens valuta- og markedseksponeering, selger banken som regel aksjer og obligasjoner i samme valuta og marked som eiendommen kjøpes i. De gjenværende aksje- og obligasjonsporteføljene vil som en følge av dette ha en noe annen valuta- og markedssammensetning enn aksje- og obligasjonsindeksen. Disse avvikene vil

påvirke oppnådd meravkastning av aksje- og obligasjonsporteføljene målt opp mot referanseindeksene. I tabell 2.1 er effekten av finansieringen av unotert eiendom skilt ut for meravkastningen av henholdsvis aksje- og obligasjonsinvesteringene. Den gjenværende meravkastningen skyldes andre avvik som tas i aksje- og obligasjonsforvaltningen.

Norges Banks forvaltning bidro til at avkastningen av aksjeforføljen i 2018 var 0,69 prosentenheter lavere enn avkastningen av aksjeindeksen. Bidraget fra finansieringen av eiendom var nær null, slik at hele mindrevkastningen skyldes andre avvik mellom aksjeforføljen og -indeksen.

Avkastningen av obligasjonsporteføljen var lik avkastningen av obligasjonsindeksen. Finansieringen av eiendom hadde også her liten påvirkning på meravkastningen.

Unotert eiendom

Avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje sammenlignes med flere avkastningsmål. Unotert eiendom kan finansieres ved et forholdsmessig likt salg av alle aksjer og obligasjoner som inngår i fondets referanseindeks. Sammenlignet med referanseindeksen ga unotert eiendom i 2018 en meravkastning på 13,3 prosentenheter. Norges Bank selger aksjer og obligasjoner i et annet forhold enn i fondets referanseindeks.¹⁰ Markeds- og valutasammensetningen av verdipapirene som sel-

⁹ Rapporten er tilgjengelig på departementets nettside.

ges avviker også fra referanseindeksen. Ifølge Norges Bank hadde verdipapirene som er solgt for å finansiere unotert eiendom, en avkastning i 2018 på -2,1 pst. Sammenlignet med finansieringen oppnådde de unoterte eiendomsinvesteringene en meravkastning på 9,6 pst.¹¹ En må forvente at denne differanseavkastningen vil svinge betydelig over tid, og mer enn differanseavkastningen som normalt oppstår fra indeksavvik innad i aksje- og obligasjonsporteføljene.

Avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje sammenlignes også med den globale IPD-indeksen for eiendom. Indeksen utarbeides av indeksleverandøren MSCI og foreligger først med et tidsetterslep, siden den er basert på innrapporterte tall fra et stort antall eiendomsinvestorer. Den siste beregningen av indeksen er fra 2017.

Norges Bank oppgir at avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje i 2017 var 8,4 pst. etter MSCIs beregningsmetode. Det var 0,1 prosentenheter høyere enn avkastningen av den globale IPD-indeksen. SPU's unoterte eiendomsinvesteringer har en annen land- og sektorsammensetning enn IPD-indeksen. Når en justerer for disse forskjellene, viser Norges Banks beregninger at fondets unoterte eiendomsinvesteringer derimot oppnådde en mindreavkastning på 0,2 prosentenheter.

I perioden fra 2011 til 2017 var avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje med MSCIs beregningsmetode 8,0 pst. Det var likt med avkastningen av den globale IPD-indeksen i samme periode. Banken viser til at sammensetningen av fondets unoterte eiendomsinvesteringer er mer konsentrert enn eiendommene som inngår i indeksen, og at det følgelig var regionale og sektorvise forskjeller, selv om avkastningen samlet sett var på linje med indeksen. Fondets unoterte eiendomsportefølje hadde et høyere innslag av land med høyere avkastning enn indeksen i perioden, noe som bidro positivt til den relative avkastningen. Fondet er ikke investert i bolig- eller hotellsektoren, og var frem til 2013 heller ikke investert i logistikeiendommer. Det hadde isolert sett en negativ innvirkning på det relative resultatet for perioden samlet sett.

¹⁰ I GIPS-rapporten oppgir Norges Bank at finansieringen av unotert eiendom var fordelt med om lag 32 pst. aksjer og 68 pst. obligasjoner.

¹¹ Fondets samlede noterte og unoterte eiendomsinvesteringer finansieres på samme måte som unoterte eiendommer, men med en noe annen vektning av aksjer og obligasjoner. Avkastningen av de samlede noterte og unoterte eiendomsinvesteringene kan sammenlignes med verdipapirene som er solgt. I 2018 var denne meravkastningen 5,5 prosentenheter.

Norges Bank har også sammenlignet avkastningen av de unoterte eiendomsinvesteringene med en global indeks av noterte eiendomsselskaper.¹² Avkastningen av denne indeksen var i 2018 på -5,5 pst. Risikoen ved å investere i tråd med denne indeksen kan samtidig avvike betydelig fra risikoen i fondets portefølje av unotert eiendom.

Norges Bank investerer også SPU i noterte eiendomsinstrumenter. Norges Bank peker på at bygningene det investeres i gjennom de *noterte* instrumentene, langs flere dimensjoner har likhetstrekk med SPU's *unoterte* eiendomsinvesteringer. Fondets noterte eiendomsinvesteringer fikk i 2018 en avkastning på -10,3 pst.

Norges Bank har i brev 7. februar 2019 orientert Finansdepartementet om ny eiendomsstrategi. Brevet er tilgjengelig på departementets nettsider.

Miljørelaterte investeringsmandater

I 2009 besluttet Finansdepartementet å etablere særskilte mandater for miljørelaterte investeringer i SPU, se omtale i avsnitt 3.2. Investeringene gjennomføres som en del av Norges Banks forvaltning innenfor rammene i mandatet, og trekker derfor også på rammen for avvik fra referanseindeksen. Miljømandatene innebærer at SPU investeres relativt mer i miljørettede selskaper og bransjer enn det som følger av fondets referanseindeks.

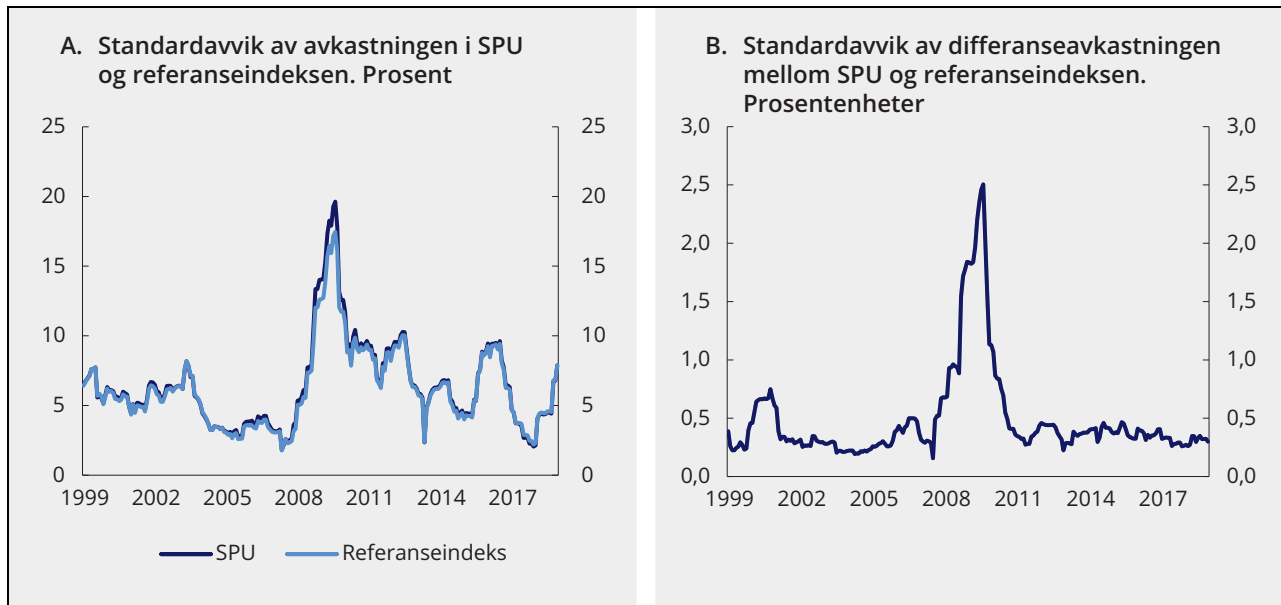
Ved utgangen av 2018 var i underkant av 57 mrd. kroner investert i disse mandatene, fordelt på drøyt 13 mrd. kroner i obligasjoner og vel 43 mrd. kroner i aksjer. Avkastningen av de miljørelaterte aksjeinvesteringene i 2018 var -8,3 pst. Det er noe høyere enn avkastningen av både fondets samlede aksjeinvesteringer og referanseindeksen for aksjer. I perioden fra 2010 til utgangen av 2018 oppnådde de miljørelaterte aksjeinvesteringene en gjennomsnittlig årlig avkastning på 4,5 pst., som er vesentlig lavere enn avkastningen av fondets samlede aksjeinvesteringer og referanseindeksen for aksjer i samme periode.

2.2.5 Risiko og rammer

Absolutt risiko

Norges Bank har i årsrapporten for SPU i 2018 beregnet at de *forventede årlige svingningene* av fondets investeringer ved utgangen av 2018 var 8,6 pst., eller om lag 710 mrd. kroner, målt ved standardavvik og basert på tre års prishistorikk.

¹² FTSE Global All Cap index Real Estate.



Figur 2.10 Rullerende tolvmåneders standardavvik i avkastningen av faktiske investeringer¹ og referanseindeksen samt differanseavkastningen, målt i valutakurven

¹ Aksje- og obligasjonsporteføljene frem til og med 2016, hele fondet fra og med 2017.

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Det er en nedgang fra 10,8 pst. ved inngangen til året. Norges Bank peker på at nedgangen i hovedsak skyldes mindre prissvingninger i markedene de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2017. Under en antakelse om normalfordelte avkastningstall vil svingningene i ett av tre år være større enn ett standardavvik.

Analysen av de historiske svingningene basert på månedlige avkastningstall viser at både fondet og referanseindeksen i 2018 hadde et standardavvik på 7,9 pst. Fondets aksjeportefølje hadde svingninger i samme størrelsesorden som i aksjeindeksen, mens svingningene i obligasjonsporteføljen var noe lavere enn i obligasjonsindeksen.

Under finanskrisen i 2008 var avkastningen av det globale aksjemarkedet om lag -40 pst. målt i fondets valutakurv. Dersom et tilsvarende fall skulle inntreffe nå, ville verdifallet i fondets aksjeportefølje vært i størrelsesorden 2 200 mrd. kroner. Det ville redusert fondets markedsverdi til om lag 6 000 mrd. kroner.

Standardavviket til avkastningen av fondet har variert over tid og økt i perioder med stor usikkerhet i markedet. De målte svingningene har som regel vært noe høyere i fondet enn i referanseindeksen, se figur 2.10A. Avvikene som tas i forvaltningen er relativt små, og det er i hovedsak sammensetningen av referanseindeksen som bestemmer risikonivået i fondet.

Relativ risiko

Norges Bank utnyttet i 2018 en mindre andel av rammen for avvik fra indeksen. Denne rammen angis ved *forventet relativ volatilitet*, som uttrykker hvor mye avkastningen av SPU forventes å kunne avvike fra referanseindeksen i et normalår. Banken har beregnet forventet relativ volatilitet ved utgangen av året til 0,33 prosentenheter. Det innebærer at en i to av tre år må forvente at meravkastningen svinger tilsvarende et beløp på opp til 27 mrd. kroner. Den målte risikoen er lav sammenlignet med rammen i mandatet på 1,25 prosentenheter. Forventet relativ volatilitet beregnes blant annet med utgangspunkt i prishistorikk fra finansmarkedene de siste tre årene. Lave svingninger i markedet i disse årene bidrar til lav beregnet forventet relativ volatilitet. I publikasjonen om avkastning og risiko trekker Norges Bank frem at den forventede relative volatiliteten basert på prishistorikk fra 2007 var 0,43 ved utgangen av 2018.

Basert på månedlig utvikling i oppnådd meravkastning i 2018 er *realisert relativ volatilitet* for fondet beregnet til 0,30 prosentenheter. Figur 2.10B viser utviklingen av realisert relativ volatilitet over tid.

Ekstremavvikrisiko

Relativ volatilitet måler variasjonen under normale markedsforhold, mens for ekstreme markedsforhold er andre mål mer relevante. Norges Bank rapporterer et mål på ekstremavvikrisiko, eller halerisiko, som viser hvor stort negativt avvik som kan forventes i ekstreme tilfeller. Anslaget er basert på ukentlige observasjoner av markedsutviklingen siden 2007. Ved utgangen av 2018 var ekstremavvikrisikoen beregnet til 1,37 prosentenheter målt på årlig basis. Det tilsvarer en forventet mindreadkastning i ekstreme tilfeller på om lag 110 mrd. kroner.

Kredittrisiko

Obligasjonene som inngår i referanseindeksen til SPU er tilordnet en kredittkarakter fra minst ett av de store kredittvurderingsbyråene. Denne karakteren indikerer hvor sannsynlig det er at låntaker vil være i stand til å betale rentekostnadene og tilbakebetale obligasjonslånet. Ved utgangen av 2018 var andelen obligasjoner i fondet med de to høyeste kredittkarakterene, AAA¹³ og AA 57 pst., om lag på samme nivå som ved inngangen til året.

Obligasjoner med lav kredittkarakter, såkalte høyrenteobligasjoner, inngår ikke i referanseindeksen til SPU. Det er likevel åpnet for at Norges Bank kan være investert i slike obligasjoner. Det gjør at banken ikke tvinges til å selge obligasjoner som nedgraderes, men kan holde disse til forfall. I henhold til mandatet fra Finansdepartementet skal forvaltningen innrettes med sikte på at slike obligasjoner ikke utgjør mer enn 5 pst. av markedsverdien av obligasjonsporteføljen. Ved utgangen av 2018 utgjorde andelen høyrenteobligasjoner 2,2 pst. av fondets obligasjonsportefølje, ned fra 2,5 pst. ved inngangen til året. Det var nedgang både innenfor stats- og selskapsobligasjoner.

Kredittkvaliteten i obligasjonsporteføljen ble totalt sett noe bedret i løpet av fjoråret, målt ved gjennomsnittlig kredittkarakter.

Enkeltinvesteringer

Fondets rolle er å være en finansiell investor, og det er et mål å spre risikoen på mange ulike verdi-

papirer. Finansdepartementet har fastsatt at fondet maksimalt kan eie 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap, med unntak for noterte og unoterte eiendomsselskaper. Hovedstyret i Norges Bank skal fastsette en ramme for eierandeler i noterte eiendomsselskaper. Enkelte selskaper har aksjer både med og uten stemmerett. Det innebærer at SPU's eierandel i et selskap ikke nødvendigvis er lik fondets andel av stemmeberettigede aksjer i samme selskap. SPU's største eierandel i et selskap i aksjeporteføljen ved utgangen av 2018 var 8,2 pst., mens fondets høyeste andel stemmeberettigede aksjer var 9,6 pst. I noterte eiendomsselskaper var den største andelen stemmeberettigede aksjer i et selskap 24,6 pst. ved årsskiftet.

Øvrige rammer

Mandatet fra Finansdepartementet for forvaltningen av SPU spesifiserer både egne rammer og stiller krav om at hovedstyret i Norges Bank skal fastsette supplerende risikorammer for forvaltningen av SPU. Informasjon om disse rammene er tilgjengelig på bankens nettsider.

I en del selskaper investerer fondet mindre enn det som følger av referanseindeksen. For aksjeporteføljen var sammenfallet med referanseindeksen ved utgangen av 2018 på 85 pst.¹⁴ Det betyr at summen av undervektene i enkelt-selskaper utgjør om lag 15 pst. av aksjeporteføljens verdi. Midlene som er frigjort ved undervektene kan brukes til å øke eierandelen i andre selskaper som inngår i indeksen, til å finansiere eiendomsinvesteringene eller til å investere i selskaper utenfor referanseindeksen. Norges Bank har investert fondsmidlene i om lag 1 500 selskaper som ikke inngår i indeksen. Disse selskapene har gjerne for lav markedsverdi eller for lav omsettelighet til å bli inkludert i indeksen. Videre omfatter dette selskaper i enkelte fremvoksende markeder som ikke inngår i indeksen.

2.2.6 Resultater av Norges Banks investeringsstrategier

Strategier

Meravkastning, kostnader og relativ risiko kan fordeles på de ulike strategiene som Norges Bank bruker i den operative gjennomføringen av for-

¹³ Standard & Poor's skala for kredittkvalitet er AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C og D, hvor AAA er beste karakter. Obligasjoner med kredittkarakter AAA til og med BBB anses å ha høy kredittverdighet og kalles «investment grade». Obligasjoner med lavere kredittkarakter anses å ha lav kredittverdighet og kalles «high yield» og høyrenteobligasjoner.

¹⁴ Sammenfallet mellom utstedere i obligasjonsporteføljen og referanseindeksen for obligasjoner var 71 pst. ved utgangen av 2018.

Tabell 2.2 Risiko og risikojustert avkastning i SPU i 2018, siste 3, 5, 10 år og 20 år. Årlig tall basert på månedlige observasjoner, målt i fondets valutakurv

	2018	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år
<i>SPU</i>					
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	7,87	6,20	6,39	7,84	7,43
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	7,90	6,15	6,39	7,59	7,06
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,30	0,34	0,36	0,56	0,69
Sharpe rate-differanse	-0,04	0,02	0,00	0,04	0,01
Informasjonsrate	-1,06	0,45	0,11	1,00	0,39
Beta ¹	1,00	1,01	1,01	1,03*	1,05*
Alfa ² (prosentenheter)	-0,35	0,12	-0,01	0,30	0,09
<i>Aksjeporteføljen³</i>					
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	12,05	9,75	10,04	12,81	14,18
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	12,01	9,56	9,87	12,60	13,85
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,34	0,43	0,45	0,44	0,76
Sharpe rate-differanse	-0,06	-0,01	-0,01	0,01	0,03
Informasjonsrate	-2,19	0,07	0,07	0,76	0,61
Beta ¹	1,00	1,02*	1,02*	1,02*	1,02*
Alfa ² (prosentenheter)	-0,77	-0,06	-0,06	0,16	0,38*
<i>Obligasjonsporteføljen⁴</i>					
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	2,08	2,56	2,51	3,01	3,30
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	2,19	2,73	2,71	2,87	3,16
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,44	0,36	0,43	1,04	1,02
Sharpe rate-differanse	-0,04	0,10	0,04	0,22	0,01
Informasjonsrate	-0,03	0,47	-0,18	0,81	0,14
Beta ¹	0,93	0,93*	0,92*	0,99	1,00
Alfa ² (prosentenheter)	-0,10	0,28	0,14	0,89*	0,15

¹ * indikerer at anslaget for beta er statistisk signifikant forskjellig fra 1 ved 5 pst. signifikansnivå, dvs. at det er mindre enn 5 pst. sannsynlighet for å få dette anslaget dersom den uobserverbare, sanne beta er 1.

² * indikerer statistisk signifikans ved 5 pst. signifikansnivå, dvs. at det er mindre enn 5 pst. sannsynlighet for å få dette anslaget dersom den uobserverbare, sanne alfa er 0.

³ Aksjeporteføljen er her uten noterte eiendomsaksjer og måles mot referanseindeksen justert for eiendomsfinansiering.

⁴ Obligasjonsporteføljen måles mot referanseindeksen justert for eiendomsfinansiering.

Kilder: Norges Bank, Kenneth R. French – Data library og Finansdepartementet.

Tabell 2.3 Bidrag til brutto meravkastning og forvaltningskostnader, samt forventet relativ volatilitet fra de ulike investeringsstrategiene i 2018. Prosentenheter

	Aksjer	Obliga- sjoner	Eiendom	Aktiva- fordeling	Total	Bidrag til forvaltnings- kostnadene ¹	Forventet relativ volatilitet ²
Allokeringsstrategier	-0,32	-0,10	0,19	-0,01	-0,24	0,01	0,30
Verdipapirvalg	-0,10	0,06			-0,04	0,02	0,12
<i>Interne strategier</i>	-0,14	0,06			-0,09	0,01	0,10
<i>Eksterne strategier</i>	0,05				0,05	0,02	0,05
Markedseksponering	-0,06	0,04			-0,01	0,02	0,07
<i>Total</i>	-0,47	0,00	0,19	-0,01	-0,30	0,05	0,33

¹ Bidrag til fondets totale forvaltningskostnader. Inkluderer kostnader ved både aktiv og passiv forvaltning.

² Ved utgangen av 2018. Hver strategi er målt isolert og under forutsetning om at det ikke tas andre avvik fra referanseindeksen. Kilde: Norges Bank.

valtningen. Banken har definert tre hovedstrategier i forvaltningen: allokering, verdipapirvalg og markedseksponering.

Allokeringsstrategiene innebærer blant annet å sette sammen en referanseportefølje som banken anser er bedre tilpasset fondets særtrekk enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Banken oppgir at de søker å oppnå en mer diversifisert referanseportefølje ved å inkludere flere markeder og markedssegmenter, og forbedre avkastningen ved å inkludere eksponering mot systematiske faktorstrategier. Formålet med referanseporteføljen er å oppnå et best mulig forhold mellom avkastning og risiko på lang sikt, innenfor rammene i mandatet.

Verdipapirseleksjon innebærer at interne eller eksterne forvaltere analyserer selskaper for å vurdere om fondet skal investere mer eller mindre i disse sammenlignet med vektene i referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Målet med avvikene er å oppnå en høyere avkastning enn det som følger av referanseindeksen.

Markedseksponeringstrategiene skal sørge for at ønsket markeds- og risikoeksponering, som følger av øvrige investeringsstrategier, gjennomføres på en kostnadseffektiv måte. Forvaltningen av de brede aksje- og obligasjonsporteføljene, gjennomføring av løpende handel med verdipapirer, samt håndtering av kontanter, valuta og verdipapirutlån er del av disse strategiene. Markedseksponeringsstrategiene har også eksponering mot systematiske faktorer, som kommer i tillegg til vektningen mot slike faktorer i bankens interne referanseportefølje.

Resultater i 2018

Mindreavkastningen i 2018 skyldes i stor grad bankens allokeringsstrategier, men også verdipapirvalg og markedseksponering bidro negativt, se tabell 2.3. Innen allokeringsstrategiene peker banken på at bredere investeringer i kinesiske aksjer enn referanseindeksen og en høyere andel små selskaper ga negative bidrag. Fondet fikk også en mindreavkastning av å investere mer i verdiselskaper enn referanseindeksen. Investeringer i obligasjoner utstedt av land i fremvoksende markeder som ikke inngår i referanseindeksen, bidro også til mindreavkastningen. Innen verdipapirseleksjon oppnådde de eksterne forvalterne en positiv meravkastning, mens bidraget fra den interne forvaltningen var negativt.

Norges Bank har beregnet bidraget til forventet relativ volatilitet fra hver enkelt strategi under forutsetning om at det ikke tas andre avvik fra referanseindeksen. Målt på denne måten bidro allokeringsstrategier mest til den relative risikoen i SPU ved utgangen av 2018. Investeringer i uottert eiendom sto for en stor del av dette, men også de øvrige allokeringsstrategiene bidro. Verdipapirvalg ga det nest høyeste bidraget til relativ risiko i 2018, og de interne strategiene bidro mer enn de eksterne. Av de tre hovedstrategiene hadde markedseksponering det laveste bidraget til relativ risiko.

Tabellen viser også bidraget fra de ulike strategiene til kostnadene i forvaltningen. Verdipapirseleksjon og markedseksponering har kostnader på om lag 0,02 pst., mens kostnadene til allokeringsstrategier er noe mindre.

Tabell 2.4 Bidrag til brutto meravkastning og forvaltningskostnader fra de ulike investeringsstrategiene i perioden 2013–2018. Prosentenheter

	Aksjer	Obligasjoner	Eiendom	Aktiva- fordeling	Total	Bidrag til forvaltnings- kostnadene ¹
Allokeringsstrategier	-0,07	-0,10	0,04	0,02	-0,10	0,00
Verdipapirvalg	0,10	0,01			0,10	0,03
<i>Interne strategier</i>	0,00	0,01			0,00	0,01
<i>Eksterne strategier</i>	0,10	0,00			0,10	0,02
Markedseksponeering	0,10	0,08		0,01	0,18	0,02
<i>Total</i>	0,13	-0,01	0,04	0,03	0,18	0,06

¹ Bidrag til fondets totale forvaltningskostnader. Inkluderer kostnader ved både aktiv og passiv forvaltning.
Kilde: Norges Bank.

Resultater over tid

Tabell 2.4 viser at strategier for markedseksponeering bidro mest positivt til meravkastningen i seksårsperioden 2013–2018, med totalt 0,18 prosentenheter i gjennomsnitt per år. Av dette utgjorde inntekter fra verdipapirutlån 0,06 prosentenheter. Verdipapirseleksjon utført av eksterne aksjeforvaltere bidro også positivt, mens bidraget fra den interne forvaltningen i denne seksårsperioden var null. Allokeringsstrategier bidro negativt blant annet som følge av en mindre-avkastning innen obligasjoner på 0,10 prosentenheter per år i gjennomsnitt.

Aksjeforvaltningen ga det største bidraget til meravkastningen i perioden 2013–2018, men også eiendom og allokering mellom aktivklassene bidro positivt. Obligasjonsforvaltningen ga et lite, negativt bidrag.

2.2.7 Risikojustert avkastning

Norges Banks avvik fra referanseindeksen kan føre til at svingningene i fondet blir noe høyere eller lavere enn i referanseindeksen. I finanslitteraturen benyttes modeller og måltall for å vurdere om en investor er blitt kompensert for risikoen som er tatt i forvaltningen. Sharpe-raten og informasjonsraten er to ofte brukte mål på risikojustert avkastning.

Sharpe-rate

Sharpe-raten måler hvor høy avkastning ut over et risikofritt alternativ som er oppnådd per risikoenhet. SPU's Sharpe-rate kan være høy selv om avkastningen av fondet er lavere enn avkast-

ningen av referanseindeksen, dersom også risikoen er redusert tilsvarende.

I 2018 var Sharpe-raten -0,99 for SPU¹⁵ og -0,95 for referanseindeksen. Beregningen er basert på et begrenset antall observasjoner og er derfor usikker. Differansen mellom Sharpe-ratene i 2018 var -0,04, se tabell 2.2 og figur 2.11A. Tallet indikerer at Norges Banks forvaltning i 2018 bidro til et svakere forhold mellom avkastning og risiko i fondet enn i referanseindeksen. Dette gjaldt både for aksje- og obligasjonsforvaltningen.

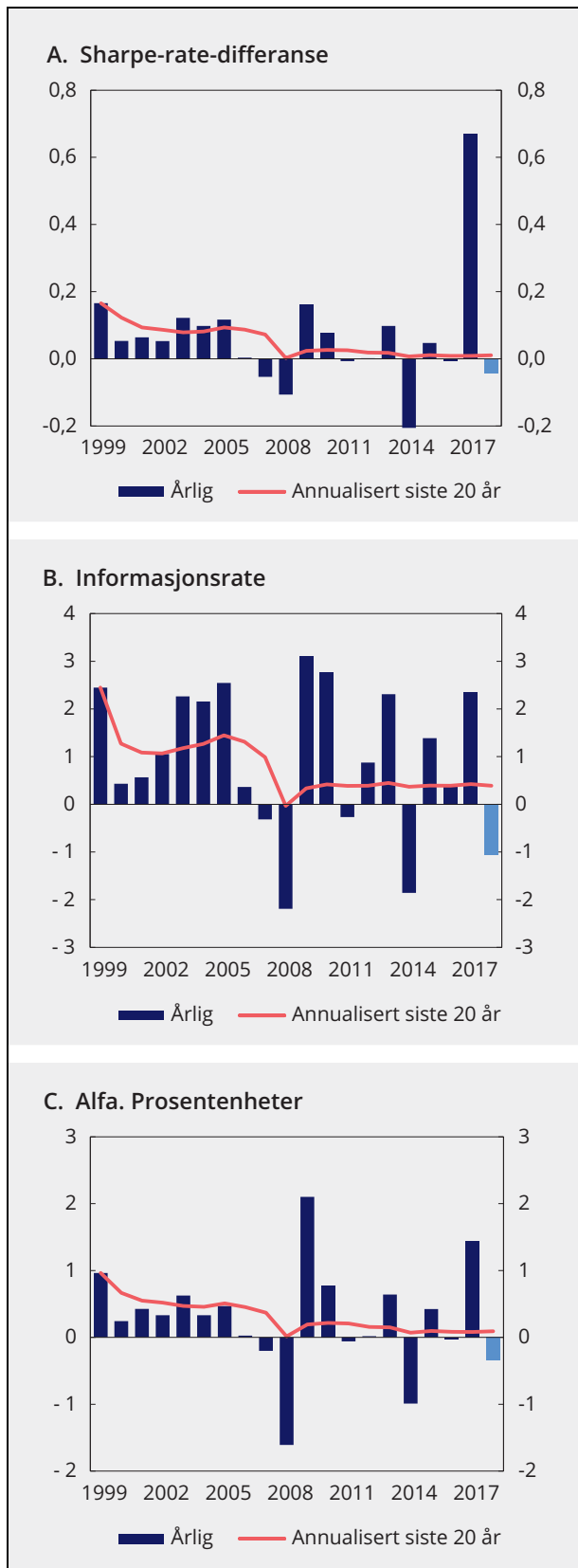
De siste 20 årene har Sharpe-raten i fondet vært 0,01 høyere enn i referanseindeksen. Både aksje- og obligasjonsporteføljen har i denne perioden hatt høyere Sharpe-rater enn sine tilhørende referanseindekser.

Informasjonsrate

Informasjonsraten måler den oppnådde meravkastningen i forhold til den relative risikoen som er tatt i forvaltningen. Norges Banks avvik fra referanseindeksen er i mandatet begrenset ved rammen for forventet relativ volatilitet. Informasjonsraten er derfor relevant for å vurdere Norges Banks forvaltning.

En informasjonsrate større enn null innebærer at porteføljen har oppnådd høyere avkastning enn referanseindeksen. En høy informasjonsrate kan

¹⁵ Fra og med 2017 inngår unotert eiendom i totalporteføljen, men ikke i referanseindeksen. Verdsettelse av unoterte aktiva skjer sjeldnere enn for aksjer og obligasjoner, og avkastningen kan være glattet over tid. Det målte standardavviket av unoterte eiendomsinvesteringer kan derfor være kunstig lavt og bidra til en for høy Sharpe-rate for totalporteføljen. Beregnet Sharpe-rate i 2018 for kun aksje- og obligasjonsporteføljen var -1,01.



Figur 2.11 Risikojustert avkastning for SPU. Årlig og siste 20 år¹

¹ Risikojustert avkastning beregnet som årlig rate fra 1999 og frem til hvert enkelt år.

Kilder: Norges Bank, Kenneth R. French – Data Library og Finansdepartementet.

Boks 2.2 Gjennomgang av avkastningstallene

Finansdepartementet har i mandatet for SPU stilt krav om at Norges Bank i den finansielle rapporteringen skal følge den internasjonale regnskapsstandarden IFRS og at avkastningsmålingene baseres på GIPS (Global Investment Performance Standards). En egen GIPS-rapport er tilgjengelig på Norges Banks nettsider.

Det stortingsoppnevnte representantskapet fører tilsyn og kontroll med at Norges Bank overholder de regler som er fastsatt for bankens drift, herunder i forvaltningen av SPU. Representantskapet velger bankens eksterne revisor og fastsetter årsregnskapet.

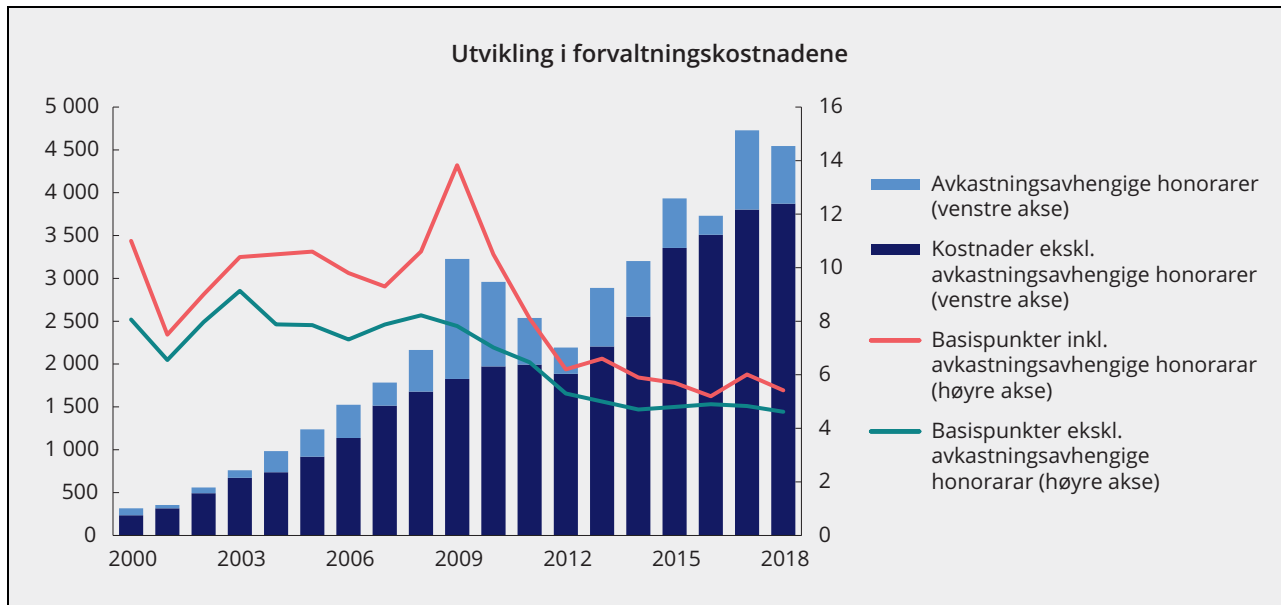
Fra og med 2013 er den prosentvise avkastningen av fondets investeringer inkludert i notene til regnskapsrapporteringen for SPU. Det innebærer at bankens eksterne revisor gjør nødvendige kontroller for å påse at avkastningsberegningene er korrekte, før representantskapet fastsetter regnskapet.

Utover ekstern revisors kontroller gjør Finansdepartementet en egen kontrollberegning av avkastningen i referanseindeksen for SPU. Kontrollberegningen for 2018 viser ingen vesentlige avvik fra Norges Banks rapporterte avkastningstall for referanseindeksen.

tolkes som dyktighet i forvaltningen. I 2018 var informasjonsraten -1,1 for fondet,¹⁶ se fig 2.11B. I aksjeforvaltningen var informasjonsraten -2,2, mens den i obligasjonsforvaltningen var 0,0. Beregningene er basert på et begrenset antall observasjoner og er derfor usikre.

Over de siste 20 årene har informasjonsraten vært 0,4 for fondet, 0,6 for aksjeforvaltningen og 0,1 for obligasjonsforvaltningen. At alle verdiene er positive innebærer at Norges Banks forvaltning oppnådde en meravkastning i alle aktivaklassene.

¹⁶ Fra og med 2017 inngår unotert eiendom i totalporteføljen, men ikke i referanseindeksen. Verdsettelse av unoterte aktiva skjer sjeldnere enn for aksjer og obligasjoner, og avkastningen kan være glattet over tid. Isolert sett innebærer det at meravkastningen i SPU vil svinge mer enn tidligere. Den målte relative volatiliteten i totalporteføljen kan derfor bli noe høyere og informasjonsraten noe lavere enn for en portefølje uten unotert eiendom.



Figur 2.12 Utvikling i forvaltningskostnader i SPU. Målt i millioner kroner (venstre akse) og basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 prosent

Kilde: Norges Bank.

Samtidig viser tallene at fondet ble vesentlig bedre kompensert for den relative risikoen som ble tatt i aksjeforvaltningen enn i obligasjonsforvaltningen.

Alfa

Alfa er et modellbasert mål for risikjustert meravkastning. I beregningen av alfa justeres meravkastningen for avkastningen som er oppnådd ved å ta mer eller mindre systematisk risiko enn i referanseindeksen. I 2018 var alfa for SPU beregnet til -0,3 prosentenheter, se tabell 2.2 og figur 2.11C. Et anslag for alfa som er lavere enn null kan tyde på at avkastningen av SPU er lavere enn det som følger av en ren kompensasjon for systematisk risikotaking. De siste 20 årene har Norges Bank oppnådd en estimert årlig alfa i forvaltningen av SPU på 0,1 prosentenheter i gjennomsnitt. Det er lavere enn den målte meravkastningen i samme periode, se tabell 2.1.

2.2.8 Kostnader

I henhold til mandatet for SPU får Norges Bank dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en øvre grense. Denne grensen var for 2018 satt til 7,0 basispunkter¹⁷ av fondets gjennomsnittlige markedsverdi, og er også videreført for 2019.

¹⁷ Ett basispunkt svarer til 0,01 pst.

Norges Bank godtgjøres i tillegg for den delen av honorarer til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Utenom avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere var forvaltningskostnadene i 2018 på 3,9 mrd. kroner. Det tilsvarer 4,6 basispunkter av fondets gjennomsnittlige markedsverdi, som er noe lavere enn kostnadsnivået i 2017.¹⁸

De samlede forvaltningskostnadene falt til 4,5 mrd. kroner i 2018, fra 4,7 mrd. kroner året før. Reduksjonen skyldes i all hovedsak lavere avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Også lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader, depotkostnader og faste honorarer til eksterne forvaltere falt noe. Målt som andel av forvaltet kapital var de samlede kostnadene 5,4 basispunkter i 2018, mens de i 2017 var 6,0 basispunkter.

Forvaltningskostnadene målt i kroner har økt over tid, se figur 2.12. Enkelte kostnader er avhengig av størrelsen på fondet, og vil derfor

¹⁸ Det påløper også forvaltningskostnader i datterselskaper som er opprettet i forbindelse med noterte eiendomsinvesteringer. Kostnadene er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen, men trekkes fra ved beregning av avkastningen av noterte eiendomsinvesteringer. Disse kostnadene tas likevel med i sammenligningen med kostnadsrammen. I 2018 utgjorde disse kostnadene 108 mill. kroner, en reduksjon fra 116 mill. kroner i 2017. Samlede kostnader som måles mot kostnadsrammen var dermed 3 980 mill. kroner som tilsvarer 4,7 basispunkter.

stige når kapitalen i fondet vokser. Andre kostnader har økt historisk som følge av flere ansatte, blant annet i forbindelse med eiendomsinvesteringene, og generell pris- og lønnsvekst. Deler av kostnadene i fondet påløper i andre valutaer enn norske kroner, slik at endringer i kronekursen også påvirker kostnadene målt i norske kroner. Over tid har kostnadsøkningen likevel vært noe mindre enn økningen i fondets verdi, slik at kostnadene målt som andel av forvaltet kapital har falt.

Finansdepartementet legger vekt på at kostnadene ved *unoterte investeringer* rapporteres slik at avkastningen kan sammenlignes med noterte investeringer. For investeringene i unotert eiendom innebærer dette at mange kostnader trekkes fra ved beregning av avkastningen i eiendomselskapene, slik de ville ha blitt ved beregning av avkastning i eiendomsfond eller ved beregning av overskuddet i et notert eiendomsselskap. Kostnader ved forvaltningen av de unoterte eiendomsinvesteringene er kostnader Norges Bank har til drift av organisasjonen som forvalter og investerer i unotert eiendom. Dette omfatter personal-kostnader, IT-kostnader, konsulenttjenester og juridiske tjenester, kostnader til lokaler for ansatte og andel av felleskostnader i Norges Bank. Kostnadene i 2018 ved å forvalte de unoterte eiendomsinvesteringene i SPU var 429 mill. kroner. Disse kostnadene inngår i de samlede forvaltningskostnadene nevnt ovenfor. Øvrige kostnader, som kostnadene ved drift av bygg, transaksjonskostnader, skatt mv. er trukket fra ved beregningen av avkastningen av unotert eiendom, og bidrar til å redusere bankens oppnådde meravkastning.

Internasjonal sammenligning

Det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. sammenligner årlig fondets forvaltningskostnader med kostnadene i om lag 300 andre fond. Det er også satt sammen en sammenligningsgruppe som består av de ti største fondene i datagrunnlaget til CEM. Sammenligningen for 2017, som er det siste året med tilgjengelige data, viser at SPU er fondet med lavest kostnader målt som andel av forvaltet kapital. De andre fondene i sammenligningsgruppen hadde i 2017 en gjennomsnittlig kostnadsandel på 46,1 basispunkter. Omregnet i kroner ville det for SPU utgjort om lag 36 mrd. kroner. En av årsakene til SPU's lave kostnader er at fondet har en mindre andel investeringer i aktivaklasser med høye kostnader, herunder unoterte aksjer og unotert eiendom. I tillegg forvaltes

hoveddelen av fondet internt i Norges Bank og innslaget av ekstern forvaltning er lavt sammenlignet med andre fond. CEM trekker også frem at den interne forvaltningen i Norges Bank er kostnadseffektiv sammenlignet med de andre fondene. CEM anslår at gjennomsnittsfondet i sammenligningsgruppen ville hatt kostnader på 9,2 basispunkter, tilsvarende 7,2 mrd. kroner, om kapitalen skulle investeres som i SPU og med den samme fordelingen mellom intern og ekstern forvaltning. Rapporten fra 2017 er tilgjengelig på departementets nettsider.

2.2.9 Departementets vurderinger

Avkastningen av SPU i 2018 var -6,1 pst. målt i fondets valutakurv. Etter fradrag for kostnader og prisstigning var avkastningen (realavkastning) -7,7 pst. Departementet har merket seg at aksjemarkedet utviklet seg svakt gjennom året, spesielt i fjerde kvartal, og at fondets aksjeportefølje fikk sitt største verdifall siden finanskrisen i 2008. Samtidig var obligasjonsavkastningen nær null og avkastningen av unotert eiendom positiv. Gjennomsnittlig årlig realavkastning etter kostnader siste 20 år var ved utgangen av 2018 i overkant av 3,3 pst. Det er en nedgang fra 4,2 pst. ved inngangen til året. Finansdepartementet vil peke på at en må være forberedt på at avkastningen i finansmarkedene svinger betydelig fra år til år.

I 2018 oppnådde Norges Bank en avkastning som samlet sett var 0,3 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen fastsatt av departementet. Denne mindreavkastningen skyldes i hovedsak svak avkastning av aksjeinvesteringene. Alle hovedstrategier som Norges Bank bruker i den operative gjennomføringen av forvaltningen (allokering, verdipapirseleksjon og markedseksponering) bidro negativt til resultatet.

Departementet legger vekt på utviklingen i samlede resultater over tid, og merker seg at aksjeforvaltningen de siste seks år under ett har bidratt positivt til meravkastningen, mens renteforvaltningen har gitt et negativt bidrag. Fordelt på bankens hovedstrategier har allokering bidratt til å redusere fondets avkastning de siste seks årene, mens verdipapirseleksjon og markedseksponering har bidratt positivt. Departementet har merket seg at innen verdipapirseleksjon er det særlig de eksterne forvalterne som har oppnådd gode resultater, mens intern verdipapirseleksjon ikke har bidratt til fondets avkastning.

Gjennomsnittlig årlig brutto avkastning de siste 20 årene har vært om lag ¼ prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen.

Resultatet er oppnådd med lav målt relativ risiko, og med en informasjonsrate på om lag 0,4. Departementet vurderer dette resultat som tilfredsstillende.

SPUs unoterte eiendomsinvesteringer hadde en avkastning på 7,5 pst. i 2018. Siden den første unoterte eiendomsinvesteringen ble gjennomført i 2011 har den gjennomsnittlige, årlige avkastningen vært 6,3 pst.¹⁹ Denne avkastningen er høyere enn avkastningen av obligasjoner i samme periode, men noe lavere enn avkastningen av aksjer. Siden 2011 har avkastningen av de unoterte eiendomsinvesteringene vært på linje med avkastningen av den globale IPD-indeksen. Som nevnt over legger departementet vekt på resultatene over tid, og eiendomsinvesteringene i SPU har for kort historikk til at en kan trekke sikre konklusjoner om hvor vellykket forvaltningen har vært. Gitt den informasjonen som foreligger er

¹⁹ Inkluderer noterte eiendomsinvesteringer i perioden 2014–2016.

departementet tilfreds med resultatene som er oppnådd så langt.

Finansdepartementet forventer at Norges Bank gjennomfører forvaltningen på en kostnads-effektiv måte, og at stordriftsfordeler som følge av fondets høye verdi utnyttes. Departementet viser til at forvaltningskostnadene er lave sammenlignet med andre fond målt som andel av forvaltet kapital. Det tyder på at Norges Bank klarer å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. I kroner er kostnadene likevel betydelige, og det er derfor viktig å ha høy bevissthet om kostnadsutviklingen. Samtidig må en være innstilt på at kostnadene påvirkes av endringer i kronekursen. En må også forvente at eventuelle nye investeringer i unoterte aktiva, som for eksempel infrastruktur for fornybar energi, vil kunne bidra til økte kostnader. Departementet vil samtidig påpeke at lave kostnader ikke er et mål i seg selv, men at det er avkastningen som oppnås etter kostnader som er det viktigste for å nå fondets langsiktige mål.

3 Statens pensjonsfond utland: videreutvikling av strategi og forvaltning

3.1 Nytt rammeverk og referanseindeks for obligasjoner

3.1.1 Innledning

Finansdepartementet varslet i fondsmeldingen våren 2017¹ at en ved økning i aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland (SPU) til 70 pst. ville vurdere betydningen for andre hovedvalg i investeringsstrategien, herunder sammensetningen av fondets referanseindeks for obligasjoner. Dagens obligasjonsindeks ble fastsatt i 2012, blant annet med bakgrunn i en avveining av fondets behov for likviditet, demping av svingninger i samlet avkastning og høsting av risikopremier i obligasjonsmarkedene. Utgangspunktet for avveilingen var en aksjeandel på 60 pst.

Som ledd i arbeidet med å vurdere sammensetningen av referanseindeksen for obligasjoner i SPU, ble Norges Bank bedt om å bidra med analyser og vurderinger. Finansdepartementet mottok bankens råd i brev 1. september og 14. desember 2017. Banken foreslår blant annet en innsnevring av obligasjonsindeksen til kun å inkludere nominelle statsobligasjoner utstedt i egen valuta av USA, Storbritannia og land i eurosonen – en reduksjon i antall valutaer fra 22 til tre – samt en øvre grense på om lag ti års løpetid for enkeltobligasjoner. Øvrige deler av obligasjonsmarkedet, herunder selskapsobligasjoner og realrenteobligasjoner, foreslås tatt ut. Banken anbefaler videre at investeringsuniverset holdes uendret, og peker på at SPU fortsatt vil kunne være investert i noen av valutaene og segmentene som foreslås tatt ut av referanseindeksen.

Med bakgrunn i rådet fra Norges Bank oppnevnte Finansdepartementet i mars 2018 en ekspertgruppe for å vurdere rammeverket for obligasjonsinvesteringene i SPU, bestående av profesorene Ralph Koijen ved Booth School of Business, University of Chicago, og Jules van Binsbergen ved Wharton School, University of Pennsylvania.

Departementet mottok gruppens rapport i november 2018. Gruppen anbefaler en obligasjonsindeks bestående av de viktigste delene av obligasjonsmarkedet som i dag, uten en øvre grense på løpetid. Det vil ifølge gruppen sikre en investerbar referanseindeks med bred risikospredning, samt bidra til at SPU oppnår eksponering mot viktige risikopremier i obligasjonsmarkedet.

Ekspertgruppens rapport og brevene fra Norges Bank er tilgjengelige på Finansdepartementets nettsider.

I fondsmeldingen våren 2018² ble det varslet at Finansdepartementet tok sikte på å legge frem sine vurderinger av rammeverket for obligasjonsinvesteringene i SPU i fondsmeldingen våren 2019. I lys av dette arbeidet, og med bakgrunn i Norges Banks råd om færre valutaer i referanseindeksen, ble det i mai 2018 besluttet å stille indeksen i bero med hensyn til inkludering av nye valutaer inntil ny referanseindeks er fastsatt. Det innebærer at nye markeder indeksleverandøren Bloomberg eventuelt beslutter å ta inn i underliggende markedsindekser, ikke inkluderes i fondets referanseindeks inntil videre.

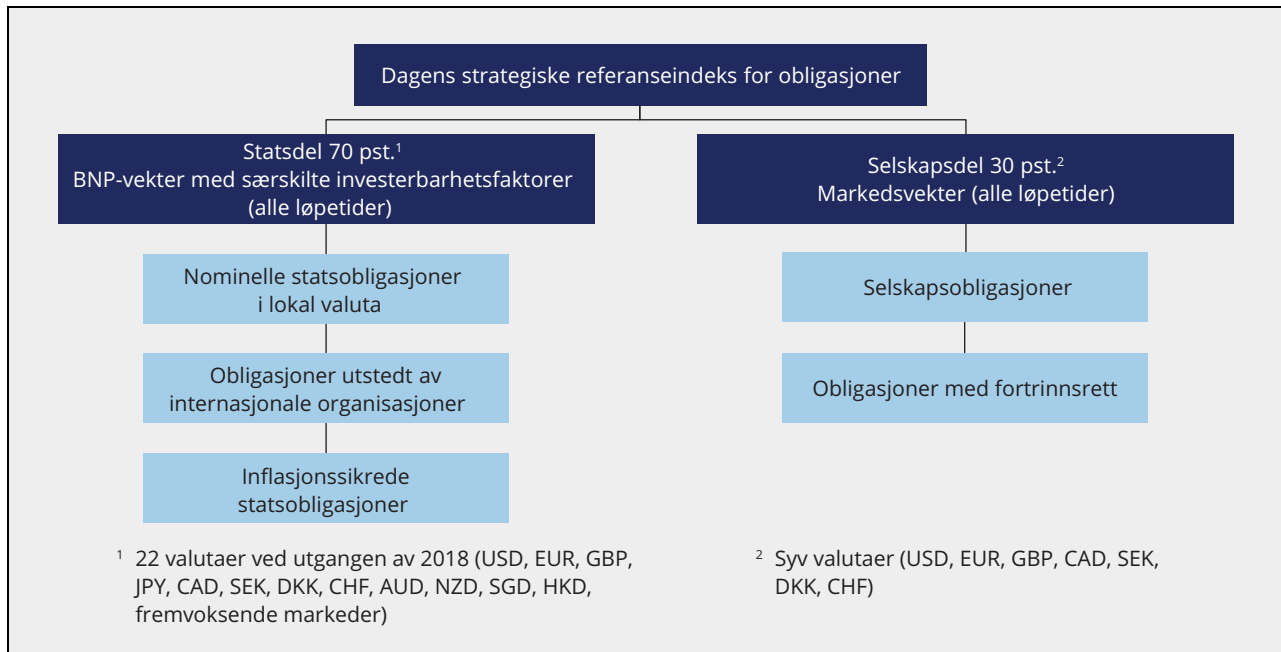
Omtalen av nytt rammeverk og referanseindeks for obligasjoner i SPU er organisert som følger: Dagens referanseindeks er omtalt i avsnitt 3.1.2, råd og vurderinger fra ekspertgruppen og Norges Bank er omtalt i avsnitt 3.1.3, mens departementets vurderinger er gitt i avsnitt 3.1.4.

3.1.2 Dagens referanseindeks for obligasjoner

Referanseindeksen for obligasjoner i SPU tar utgangspunkt i markedsindekser fra indeksleverandøren Bloomberg. Indeksen består utelukkende av obligasjoner med høy kredittvurdering, såkalt «investment grade», og er satt sammen av en statsdel og en selskapsdel, se figur 3.1. Statsdelen utgjør 70 pst. og inkluderer nominelle og inflasjonssikrede statsobligasjoner utstedt i egen valuta samt obligasjoner utstedt av internasjonale

¹ Meld. St. 26 (2016–2017) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016*.

² Meld. St. 13 (2017–2018) *Statens pensjonsfond 2018*.



Figur 3.1 Sammensetningen av dagens strategiske referanseindeks for obligasjoner i SPU

Kilder: Bloomberg og Finansdepartementet.

nale organisasjoner.³ Selskapsdelen utgjør de resterende 30 pst. og består av selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett.⁴ Fordelingen mellom de to delindeksene ligger fast, med full månedlig tilbakevektning til de valgte vektene.

Ved utgangen av 2018 inngikk obligasjonslån utstedt i 22 valutaer i statsdelen av referanseindeksen, hvorav ti er valutaer fra fremvoksende markeder. Hvilke markeder og enkeltobligasjoner som til enhver tid inngår i referanseindeksen, følger av indeksleverandørens beslutninger for de underliggende markedsindeksene. Obligasjoner utstedt i norske kroner eller med norske utstedere inngår ikke i referanseindeksen.

Fremvoksende statsobligasjonsmarkeder i lokal valuta har vært del av referanseindeksen siden 2012. I fondsmeldingen våren 2012⁵ ble det vist til at å inkludere fremvoksende markeder ville

kunne bidra til noe bredere spredning i sammensetningen av referanseindeksen og et bedre forhold mellom avkastning og risiko på lang sikt, selv om den målbare virkningen fremsto som liten. Samtidig ble det pekt på at både kredittrisikoen i statsdelen av obligasjonsindeksen og samvariasjonen mellom obligasjons- og aksjeindeksen ville øke som følge av inkluderingen av fremvoksende markeder.

I referanseindeksen er valutaene som inngår i *statsdelen* vektet ut fra størrelsen på landenes økonomi, målt ved brutto nasjonalprodukt (BNP). Vektene fastsettes årlig, med utgangspunkt i BNP siste tre år. Det er full månedlig tilbakevektning til de fastsatte vektene gjennom året. Innenfor hvert land vektet enkeltobligasjoner i henhold til markedsvekter.⁶

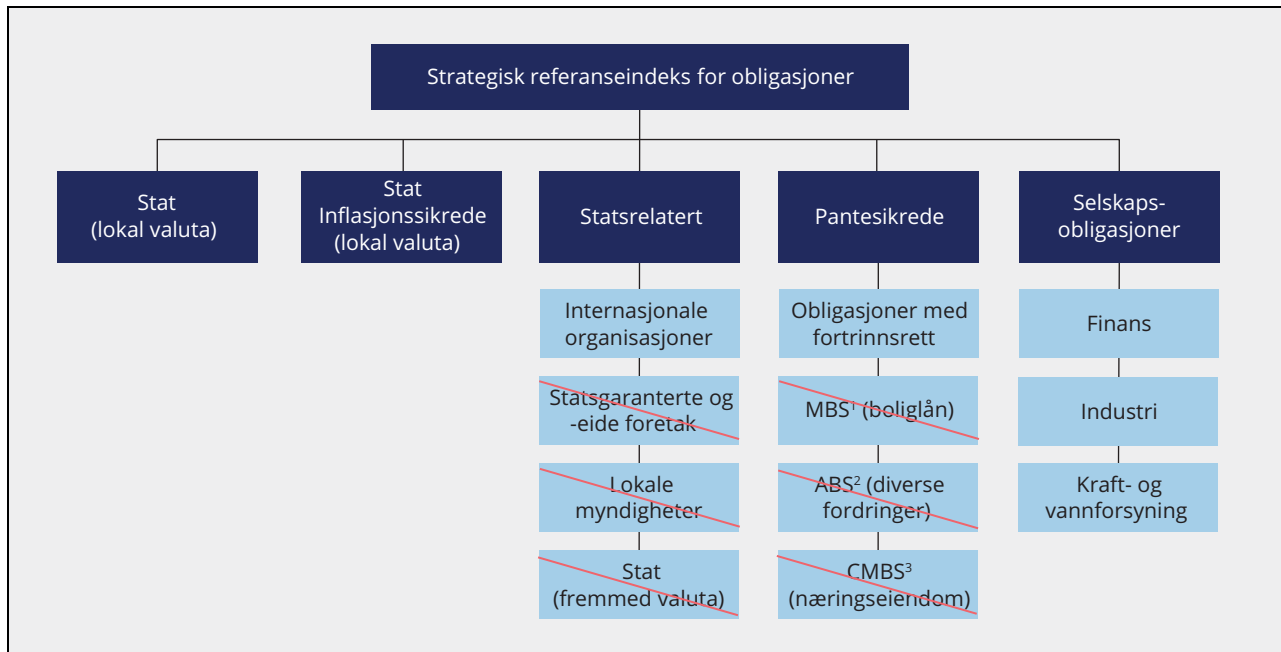
BNP-vekter for statsobligasjoner ble innført i 2012. Finansdepartementet viste i fondsmeldingen våren 2012 til at formålet er en bredere spredning av investeringene og at en i større grad søker å ta hensyn til staters evne til å betale tilbake lån, sammenlignet med markedsvekter. For statsobligasjoner innebærer markedsvekter at stater med stor og økende gjeld i utgangspunktet får en høy og økende vekt i referanseindeksen.

³ Statsdelen av referanseindeksen består av alle verdipapirene som inngår i markedsindeksene Bloomberg Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country Bond Index, Bloomberg Barclays Global Inflation-Linked (Series L) Bond Index og delmarkedet internasjonale organisasjoner i Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index.

⁴ Selskapsdelen av referanseindeksen består av alle verdipapirer som inngår i segmentet selskapsobligasjoner og i undergruppen obligasjoner med fortrinnsrett (innenfor segmentet pantesikrede) i Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index, og som er utstedt i amerikanske og kanadiske dollar, euro, britiske pund, svenske og danske kroner samt sveitsiske franc.

⁵ Meld. St. 17 (2011–2012) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011*.

⁶ Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner tilordnes land basert på valutaene som verdipapirene er utstedt i.



Figur 3.2 Sammenligning av den strategiske referanseindeksen for obligasjoner i SPU og sammensetningen av markedsindeksene Bloomberg Barclays Global Aggregate og Inflation Linked Global

¹ MBS, eller «Mortgage Backed Securities», er obligasjoner utstedt med sikkerhet i porteføljer av boliglån. Slike obligasjoner er hovedsakelig tilrettelagt og garantert av amerikanske føderale institusjoner.

² ABS, eller «Asset Backed Securities», er obligasjoner utstedt med sikkerhet i porteføljer av ulike fordringer, som billån og kredittkortgjeld.

³ CMBS, eller «Commercial Mortgage Backed Securities», er obligasjoner utstedt med sikkerhet i porteføljer av lån til næringsseiendom.

Kilder: Bloomberg og Finansdepartementet.

Størrelsen på et lands økonomi er imidlertid ikke et presist mål på staters evne eller vilje til å tilbakebetale obligasjonslån. Samtidig med innføringen av BNP-vekter ble det i mandatet for forvaltningen av SPU fastsatt krav om at Norges Bank skal søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene. Det ble pekt på at kravet er ment å tydeliggjøre at et av formålene med SPU's investeringer i statsobligasjoner er å dempe svingningene i fondets samlede avkastning.

Enkelte land har høyt BNP sammenlignet med verdien av utestående statsgjeld. På grunn av SPU's størrelse må BNP-vektene for disse landene suppleres med justeringsfaktorer for å unngå at fondet får høye eierandeler i de lokale statsgjeldsmarkedene. Ved utgangen av 2018 var det fastsatt slike særskilte justeringsfaktorer for tre land.⁷

⁷ Departementet har fastsatt justeringsfaktorer på 0,25 for Chile, Hong Kong og Russland, noe som innebærer at disse landene har en vekt i referanseindeksen på om lag 25 pst. av det som tilsvarer fulle BNP-vekter.

Sammensetningen av referanseindeksens *selskapsdel* er basert på markedsvekter og inkluderer obligasjonslån utstedt i syv valutaer, se figur 3.1. Obligasjoner utstedt i disse syv valutaene dekker om lag 98 pst. av de verdipapirene indeksleverandøren inkluderer i underliggende markedsindekser, målt ved markedsverdi per utgangen av 2018. Det er vanlig at private selskaper utsteder obligasjoner i de største og mest likvide valutaene, og ikke nødvendigvis i valutaen til landet selskapet er hjemmehørende i. Ved utgangen av 2018 bestod selskapsdelen av obligasjonslån utstedt av selskaper hjemmehørende i mer enn 50 land.

Markedet for obligasjoner med høy kredittvurdering, slik dette er representert i brede markedsindekser fra indeksleverandøren Bloomberg, består av mange segmenter og delmarkeder med ulike egenskaper, se boks 3.1. Dagens referanseindeks for obligasjoner i SPU favner om lag 80 pst. av markedet, målt ved markedsverdi per utgangen av 2018. Enkelte delmarkeder inngår ikke i referanseindeksen for SPU, blant annet med bakgrunn i vurderinger av markedsstruktur, konsentrasjonsrisiko og hvorvidt obligasjonene er egnet for en indekxnær forvaltning, se figur 3.2. Det ble

Boks 3.1 Det globale, investerbare obligasjonsmarkedet med høy kredittvurdering

En obligasjon er et omsettelig verdipapir (lån) med en løpetid på mer enn ett år. Obligasjonsutsteder (låntaker) kan for eksempel være offentlige myndigheter, banker eller andre store private foretak. Obligasjonen innfris av utsteder ved forfall, og i perioden fra utstedelse til forfall betaler gjerne utsteder en rente til eier av obligasjonen (kupong). Et obligasjonslån handles i førstehåndsmarkedet ved at en låntaker utsteder obligasjoner som kjøpes av investorer. Obligasjoner er fritt omsettelige, dvs. at investorer kan kjøpe og selge obligasjoner seg imellom i annenhåndsmarkedet. De fleste obligasjoner utstedes med en fast nominell rente, dvs. at kupongen er et på forhånd bestemt beløp. Obligasjoner finnes imidlertid i flere varianter, blant annet med flytende rente, uten kupong eller med løpende nedbetaling. En del obligasjoner har videre ulike former for sikkerhetsstillelser (pant) og valgmuligheter (opsjoner), som for eksempel retten til å nedbetale lånet tidligere enn forfallstidspunktet.

Statsobligasjoner

Nominelle statsobligasjoner utstedt i egen valuta («treasuries») er det største delsegmentet for obligasjoner og stod for over halvparten av det investerbare obligasjonsmarkedet med høy kredittvurdering, målt ved brede markedsindekser fra indeksleverandøren Bloomberg ved utgangen av 2018, se figur 3.3. Markedet for statsobligasjoner domineres av noen få valutaer. Nominelle statsobligasjoner utstedt i amerikanske dollar, japanske yen, euro og britiske pund stod for om lag 90 pst. av markedet for nominelle statsobligasjoner. Statsobligasjoner utstedt i lokal valuta av fremvoksende markeder utgjorde i overkant av fem pst. av markedet.¹

Statsrelaterte obligasjoner

Statsrelaterte obligasjoner («government related») omfatter blant annet statsobligasjoner som er utstedt i et annet lands valuta, obligasjoner utstedt av kommuner og annen offentlig virksomhet, obligasjoner utstedt av foretak som er delvis eid av eller mottar støtte fra offentlig sektor og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner, som Verdensbanken. Statsrelaterte obliga-

sjoner utgjorde 11 pst. av obligasjonsmarkedet ved utgangen av 2018.

Inflasjonssikrede obligasjoner (realrenteobligasjoner)

Enkelte stater utsteder obligasjoner som gir investor en beskyttelse mot endringer i kjøpekraften til investert kapital, såkalte inflasjonssikrede obligasjoner. Slike obligasjoner innebærer at investor får en realavkastning i tillegg til en kompensasjon for utviklingen i en på forhånd avtalt prisindeks. Inflasjonssikrede statsobligasjoner utgjorde i overkant av fem pst. av obligasjonsmarkedet ved utgangen av 2018.

Pantesikrede obligasjoner

Ulike typer av pantesikrede obligasjoner utgjorde nær 15 pst. av markedet for obligasjoner med høy kredittvurdering ved utgangen av 2018. Slike obligasjoner har pantesikkerhet i en portefølje av underliggende lån, hvorav boliglån er det mest vanlige.

Markedet for pantesikrede obligasjoner er betydelig i USA, og stod for nær en tredjedel av det amerikanske markedet for nominelle obligasjoner. Det amerikanske markedet for pantesikrede obligasjoner består i all hovedsak av obligasjoner med pant i boliglån som er tilrettelagt og garantert av føderale kredittinstitusjoner («MBS Passthrough»). Løpetiden til slike obligasjoner er usikker, fordi låntakere av amerikanske boliglån har rett til å innløse og refinansiere sine fastrentelån når rentenivået faller.

Delsegmentet obligasjoner med fortrinnsrett («covered bonds») består i hovedsak av obligasjoner utstedt av europeiske banker med sikkerhet i boliglån eller lån til offentlig sektor. Det er ingen usikkerhet knyttet til løpetiden på slike obligasjoner, da disse obligasjonene ikke gir samme rett til refinansiering ved lavere rentenivå som for amerikanske pantesikrede obligasjoner.

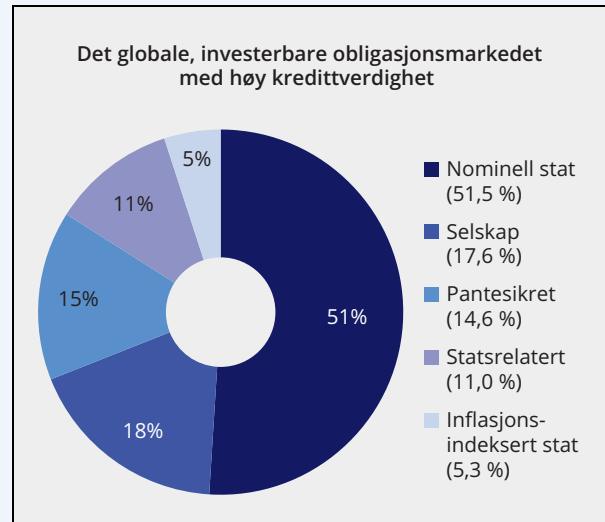
¹ Indeksleverandøren Bloomberg har varslet at kinesiske statsobligasjoner og banker («policy banks») utstedt i lokal valuta fra april 2019 vil fases inn i den brede markedsindeksen for nominelle obligasjoner som SPUs referanseindeks er basert på. Det vil over tid kunne bidra til å øke andelen fremvoksende markeder i den brede markedsindeksen.

Boks 3.1 forts.

Selskapsobligasjoner med høy kredittkvalitet («investment grade»)

Markedet for selskapsobligasjoner med høy kredittkvalitet, såkalt «investment grade» er det nest største delmarkedet for obligasjoner etter nominelle statsobligasjoner i egen valuta, og utgjorde i underkant av en femtedel av det samlede obligasjonsmarkedet ved utgangen av 2018.

USA er det største og mest likvide markedet for obligasjoner utstedt av private selskaper, og stod for over halvparten av markedet for selskapsobligasjoner. Det er vanlig at selskaper utsteder obligasjoner i de største og mest likvide valutaene, og ikke nødvendigvis i valutaen til landet selskapet er hjemmehørende i. Selskapsobligasjoner utstedt i amerikanske dollar, euro og britiske pund utgjorde om lag 94 pst. av det samlede markedet for slike obligasjoner. Obligasjoner utstedt i amerikanske dollar stod for nær to tredjedeler av markedet for obligasjoner utstedt av private selskaper.



Figur 3.3 Det globale, investerbare obligasjonsmarkedet med høy kredittverdighet, målt ved brede markedsindekser¹ fra indekisleverandøren Bloomberg. Tall ved utgangen av 2018. Prosent

¹ Bloomberg Barclays Global Aggregate Index og Bloomberg Barclays Global Inflation Linked Index.

Kilde: Bloomberg.

gjort rede for disse vurderingene i fondsmeldingen våren 2012.

Norges Bank kan investere fondsmidlene i verdipapirer som ikke inngår i referanseindeksen, herunder i delmarkeder som ikke inngår i obligasjonsindeksen, innenfor rammer fastsatt i mandatet fra Finansdepartementet. Slike investeringer vil omfattes av rammen for forventet relativ volatilitet på 1,25 prosentenheter, se avsnitt 2.1. For obligasjonsinvesteringene er det også fastsatt andre rammer og krav, herunder krav til at banken skal godkjenne alle utstederland av statsobligasjoner og en særskilt ramme for investeringer i obligasjoner med lav kredittvurdering, såkalt «high yield». For obligasjoner med lav kredittvurdering er det høyere sannsynlighet for at låntaker misligholder gjeldsforpliktelser enn for obligasjoner med høy kredittvurdering. For å unngå at banken umiddelbart må selge obligasjoner som går ut av SPUs referanseindeks fordi kredittvurderingen nedgraderes, er det åpnet for at inntil 5 pst. av fondets obligasjonsportefølje kan investeres i obligasjoner med lav kredittvurdering.

3.1.3 Råd og vurderinger fra Norges Bank og ekspertgruppen

Valutaer, fremvoksende markeder og øvrige segmenter i statsdelen

Norges Bank viser til egne analyser som ifølge banken tyder på at det er lite risikoreduksjon å hente ved å spre obligasjonsinvesteringene over et stort antall valutaer for en investor med 70 pst. av investeringene i en bredt geografisk diversifisert aksjeportefølje. Banken foreslår på denne bakgrunn at antallet valutaer i referanseindeksen for obligasjoner reduseres. Banken skriver at en referanseindeks bestående av obligasjoner utstedt i amerikanske dollar, euro og britiske pund vil være tilstrekkelig likvid og investerbar for fondet. Banken ser imidlertid ingen operasjonelle utfordringer med å inkludere nominelle obligasjoner i alle valutaene fra utviklede markeder som i dag inngår i referanseindeksen for obligasjoner.

Banken foreslår at realrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner tas ut av referanseindeksen, ettersom de reduserer andelen nominelle statsobligasjoner,

som er mer likvide og i større grad bidrar til å dempe svingningsrisikoen i fondet.

Norges Bank viser til at obligasjonsindeksen for SPU i dag inkluderer et utvalg valutaer fra fremvoksende markeder. Banken har erfart at det kan være operasjonelt krevende å investere på linje med referanseindeksen i disse markedene, ettersom markeder går inn og ut av referanseindeksens statsdel som følge av opp- eller nedgradering av utstederlandenes kredittverdighet. Banken trekker også frem at høyt BNP relativt til størrelsen på markedet for lokal statsgjeld har medført høye eierandeler i enkelte markeder.

Investorer har ifølge banken historisk fått betalt for risikoen ved å investere i høyrentevalutaer. De fleste av disse er i fremvoksende markeder. Banken peker på at dagens referanseindeks ikke er egnet som et utgangspunkt for systematiske strategier for investeringer i høyrentevalutaer.

Norges Bank mener på denne bakgrunn at fremvoksende obligasjonsmarkeder nå bør tas ut av obligasjonsindeksen, og skriver at Finansdepartementet bør delegerer til banken å etablere systematiske strategier for investeringer i høyrentevalutaer. Banken skriver videre at dersom departementet ønsker å legge ytterligere føringer på forvaltningen, kan mandatet for eksempel angi hvor stor andel av fondet som kan være investert i høyrentevalutaer som ikke inngår i referanseindeksen.

Ekspertgruppens vurdering er at referanseindeksen bør bestå av et bredt sett med land og valutaer, noe gruppen vektlegger vil gi diversifisering både i «normale tider» og på tvers av ulike markedsregimer. Ifølge gruppen kan risiko og sammenhenger i obligasjonsmarkedet endres i løpet av kort tid, og på måter som vanskelig fanges opp gjennom analyser av historiske data. Selv om et lite antall valutaer og segmenter tilsynelatende er dekkende for avkastnings- og risikoegenskaper i hele obligasjonsmarkedet i perioder, kan dette endres i andre markedsregimer.

Ekspertgruppen peker på at en sammensetning av referanseindeksen for obligasjoner i SPU med segmenter som i dag, sikrer bred risikospredning og investerbarhet i obligasjonsmarkedet, samt eksponering mot de viktigste risikopremiene i markedet. Gruppen viser til at det er relativt stor grad av konsentrasjon av ulike land innen forskjellige segmenter av obligasjonsmarkedet. En referanseindeks kun bestående av nominelle statsobligasjoner utstedt i tre valutaer og særskilte løpetider, slik Norges Bank foreslår, vil utelate over halvparten av investeringsmulighetene som inngår i dagens referanseindeks. Gruppen

mener det vil redusere referanseindeksens investerbarhet og øke konsentrasjonsrisikoen.

Ekspertgruppen har videre analysert historiske avkastnings- og risikoegenskaper for obligasjonsporteføljer både med og uten statsobligasjoner utstedt av fremvoksende markeder. Analysene tyder på at en obligasjonsportefølje med fremvoksende markeder i perioden 2001–2018 ville hatt om lag 0,04 prosentenheter høyere avkastning per år, og marginalt lavere svingningsrisiko enn en portefølje uten slike obligasjoner. For en sammensatt portefølje med 70 pst. aksjer, innebærer det en avkastningsforskjell på om lag 0,01 prosentenheter per år. Gruppen understreker samtidig at resultatene av slike analyser er avhengig av perioden med tilgjengelige data.

Selskapsobligasjoner

Norges Bank viser til egne analyser som ifølge banken tyder på at selskapsobligasjoner bidrar med risikospredning i obligasjonsindeksen, men at en fast allokering til selskapsobligasjoner i liten grad påvirker avkastning og risiko i en samlet referanseindeks med 70 pst. aksjer. Banken foreslår på denne bakgrunn å ta selskapsobligasjoner ut av referanseindeksen. På samme måte som for investeringer i obligasjoner i fremvoksende markeder, bør det delegeres til banken å etablere systematiske strategier som søker å tjene en risikopremie i markedet for selskapsobligasjoner. Banken skriver videre at Finansdepartementet eventuelt kan vurdere å fastsette en særskilt ramme for hvor stor andel av fondet som kan investeres i selskapsobligasjoner. Dersom selskapsobligasjoner likevel beholdes i referanseindeksen, peker banken på at Finansdepartementet blant annet bør vurdere innslaget av slike obligasjoner, antallet valutaer, løpetid og vektingsprinsipp, samt om dagens regel for tilbakevektning av selskapsobligasjoner fortsatt er hensiktsmessig.

Norges Bank viser blant annet til at markeds- og valutarisikoen ved investeringer i selskapsobligasjoner i SPU vil styres etter de samme prinsippene som i dagens interne referanseportefølje, dersom Finansdepartementet tar slike obligasjoner ut av fondets referanseindeks. Banken presiserer at den har gode erfaringer med dette. Det vises eksempelvis til at en investering i amerikanske selskapsobligasjoner vil kunne finansieres ved å selge en kombinasjon av amerikanske aksjer og amerikanske statsobligasjoner med tilsvarende løpetid. Denne finansieringsløsningen bidrar ifølge banken til at den interne referanseporteføljen over tid har tilsvarende risikoegenskaper som referanseindek-

sen langs tre av de viktigste risikodimensjonene: aksje-, rente- og valutarisiko.

Ekspertgruppen har som del av sin vurdering av selskapsobligasjonene i SPU analysert om en kan oppnå tilsvarende avkastnings- og risikoegenskaper ved å erstatte selskapsobligasjoner med aksjer og statsobligasjoner. Gruppen trekker frem forskning som beskriver hvordan en portefølje av risikofri gjeld og aksjer under visse betingelser kan settes sammen for å oppnå tilsvarende avkastnings- og risikoegenskaper som selskapsobligasjoner. Gruppen understreker samtidig at slike strategier er krevende å implementere i praksis. Strategiene krever blant annet at vektene i aksjer og statsobligasjoner må justeres kontinuerlig, noe som kan medføre betydelige transaksjonskostnader. Det pekes også på at prisingsavvik, eksempelvis i perioder med stor etterspørsel etter statsobligasjoner, vil kunne medføre avvikende avkastnings- og risikoegenskaper ved slike strategier. Gruppen mener samtidig at for et stort fond som SPU vil det å ta selskapsobligasjoner ut av fondets referanseindeks bidra til å redusere indeksens investerbarhet.

Basert på amerikanske data for perioden 2001–2018, og i tråd med tidligere forskningsarbeider i finanslitteraturen, konkluderer ekspertgruppen med at en betydelig del av utviklingen i verdien av selskapsobligasjoner ikke kan forklares med utviklingen i verdien av porteføljer bestående av aksjer og statsobligasjoner. Videre svinger andelen som kan forklares betydelig over tid, og er særlig lav i perioder med uro i finansmarkedene. Dette innebærer ifølge gruppen at avkastningsforskjellen mellom selskapsobligasjoner og en portefølje bestående av aksjer og statsobligasjoner – satt sammen med mål om å gi tilsvarende risikoegenskaper – vil variere over tid, og kan bli stor i perioder med uro i finansmarkedene.

Løpetid

Norges Bank viser til at i en portefølje bestående av aksjer og obligasjoner, vil bidraget fra obligasjoner til samlet svingningsrisiko avhenge av samvariasjonen mellom de to aktivaklassene. Jo kortere løpetid på obligasjonsinvesteringene, desto mer robust vil ifølge banken samlet svingningsrisiko være for endringer i samvariasjonen mellom aksjer og obligasjoner. Fremtidig samvariasjon mellom aksjer og obligasjoner er usikker og kan ikke styres. Fremtidig løpetid i obligasjonsindeksen er også usikker, men denne kan styres. Banken skriver at valget av løpetid kan potensielt få store konsekvenser for samlet svingningsrisiko i fondet og bør derfor gjenpeiles i referanseindeksen. Banken foreslår på

denne bakgrunn at det settes en øvre grense på om lag ti års løpetid for obligasjoner i referanseindeksen. Banken mener at en kortere løpetid vil bidra til å redusere usikkerheten om fondets svingningsrisiko. Effekten av en kortere løpetid på forventet avkastning i indeksen for obligasjoner avhenger av forventet terminpremie. Banken la i sitt råd om aksjeandel 1. desember 2016 til grunn en forventet terminpremie rundt null. Banken skriver at dette fortsatt er bankens vurdering.

Ekspertgruppen anbefaler at det ikke gjøres justeringer for løpetid i referanseindeksen. Gruppen understreker at avvik fra løpetiden i markedet er et aktivt valg, og anser at slike avvik er en beslutning som bør overlates til forvalter innenfor rammer for den aktive forvaltningen. Det vises samtidig til nyere forskning som tyder på at investorer historisk er blitt kompensert med en positiv terminpremie for å holde obligasjoner med lengre tid til forfall. En mulig begrunnelse for dette er ifølge gruppen inflasjonsrisiko. Selv om terminpremien kan være lav fordi inflasjonen er stabil nå, vil det ikke nødvendigvis være slik fremover. Gruppen peker videre på at SPU uansett er investert i markeder med større inflasjonsrisiko enn eksempelvis USA, som ofte benyttes i analyser. Ifølge gruppen er det ikke holdepunkter i finansiellitteraturen for å konkludere med at terminpremien nå er borte.

Vektingsprinsipp for statsdelen i referanseindeksen

Norges Bank mener valutaene i statsdelen bør tilordnes en vekt relativt til størrelsen på landenes BNP, som i dag, og begrunner dette med at BNP-vekter vil sikre at valutafordelingen i indeksen er forholdsvis stabil og samtidig bidrar til at SPU ikke låner ut uforholdsmessig mye til land med mye gjeld innad i Euroområdet. For å unngå unødvendig hyppige transaksjoner bør valutaene i statsdelen tilbakevektes til BNP-vekter årlig, ikke månedlig som i dag.

Ekspertgruppen mener sammensetningen av statsobligasjoner bør baseres på markedsvekter. Gruppen peker på at dagens BNP-vekter ikke nødvendigvis vil være effektive for å håndtere konsentrasjonsrisiko i fremtiden. En mer hensiktsmessig måte å justere for slik risiko, kan ifølge gruppen være å justere hvert enkelt lands markedsvekt for landets betydning for potensielle tap i SPU ved ekstreme scenarioer.

Risikoinnramming

Ifølge *Norges Bank* legger dagens rammer i mandatet fra Finansdepartementet i utgangspunktet til

strekkelige føringer på hvordan SPU kan investeres. Det pekes samtidig på at departementet kan vurdere å legge særskilte begrensninger på andelen av SPU som kan investeres i segmentene banken foreslår å ta ut av referanseindeksen. Banken viser til at fondet fortsatt vil være investert i enkelte valutaer og segmenter som tas ut. Dagens krav om å ta hensyn til statsfinansiell styrke i forvaltningen av obligasjoner foreslås strøket, blant annet fordi bankens forslag til ny referanseindeks innebærer at gjennomsnittlig kredittkvalitet i indeksen bedres.

Ekspertgruppen peker på at det er krevende å måle og styre risiko i obligasjonsmarkedene basert på kortsiktige historiske sammenhenger alene. Ifølge gruppen kan scenarioanalyser og stresstester av SPUs obligasjonsportefølje bidra til bedre forståelse av risikoen i fondet. Gruppen peker på at Finansdepartementet kan vurdere å stille krav om at Norges Bank skal offentliggjøre slike analyser, og mener det vil styrke kommunikasjonen om fondets risikotaking.

3.1.4 Departementets vurderinger

Innledning

Dagens referanseindeks for SPU og rammene for Norges Banks forvaltning gjenspeiler hovedtrekkene ved den valgte investeringsstrategien for fondet, herunder bred spredning av investeringene, høsting av risikopremier og en begrenset ramme for aktiv forvaltning. Det legger blant annet til rette for at risikotakingen i fondet kan kommuniseres bredt og forankres i Stortinget. Mork-utvalget⁸, som i 2016 anbefalte å øke aksjeandelen i SPU, pekte blant annet på dette som viktig for fondets risikobærende evne.

Sammensetningen av referanseindeksen for obligasjoner må ta hensyn til fondets likviditetsbehov, blant annet fordi Norges Bank skal kunne gjennomføre tilbakevektninger av aksjeandelen. Banken viser i sitt råd til at dagens obligasjonsindeks er tilstrekkelig likvid, og mener en høyere aksjeandel ikke endrer på dette. Departementet vil samtidig peke på at justeringer i bestemmelsene om tilbakevektning, omtalt i avsnitt 3.3, ikke endrer fondets likviditetsbehov i nevneverdig grad, sammenlignet med dagens bestemmelser.

Departementet vil peke på at ved beslutningen våren 2017 om å øke aksjeandelen til 70 pst., ble blant annet Mork-utvalgets vurdering av økt evne til å bære risiko lagt til grunn. En vesentlig reduksjon i risikonivået i obligasjonsindeksen ville med-

ført at forventet realavkastning av SPU, i dag anslått til om lag tre pst., burde vurderes på nytt.

Departementet mener på denne bakgrunn at beslutningen om å øke aksjeandelen ikke i seg selv gir grunnlag for vesentlige endringer i obligasjonsindeksens risikonivå, men tilsier en vektlegging av fondets behov for likviditet, demping av svingninger i samlet avkastning og høsting av risikopremier i obligasjonsmarkedene om lag som i dagens referanseindeks. Departementet har videre lagt vekt på at en rimelig grad av sammenfall mellom referanseindeksen og investeringsmulighetene i obligasjonsmarkedet innebærer at indeksen er bedre egnet til å måle Norges Banks forvaltningsresultater.

Departementet legger i denne meldingen blant annet opp til at selskapsobligasjoner fortsatt skal inngå i referanseindeksen med en andel på 30 pst. og at løpetiden for obligasjonene i indeksen skal følge markedsutviklingen – som i dag. Enkelte operasjonelle utfordringer ved dagens referanseindeks for obligasjoner, som påpekt av Norges Bank, gir derimot behov for å legge til rette for lavere transaksjonskostnader og økt investerbarhet i indeksen. Etter en samlet vurdering legger Finansdepartementet opp til å ta obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder ut av referanseindeksen for obligasjoner i SPU. Det fastsettes samtidig en ramme på 5 pst. av obligasjonsporteføljen for investeringer i slike obligasjonslån samt utvidede krav til rapportering. Departementet legger videre opp til mindre, tekniske justeringer av dagens BNP-vekting i referanseindeksens statsdel.

Selskapsobligasjoner i referanseindeksen

Selskapsobligasjoner utgjør en betydelig del av obligasjonsmarkedet og har vært inkludert i referanseindeksen siden 2002. Obligasjonene som inngår i indeksen har høy kredittvurdering og gir fondet en viss eksponering mot kredittrisiko. Ekspertgruppen trekker frem nyere forskning som tyder på at investorer historisk er blitt kompensert med meravkastning for å bære slik risiko, den såkalte kredittpremien. Finansdepartementet har videre merket seg at gruppen mener det ikke er holdpunkter i forskningslitteraturen for å konkludere med at en slik kredittpremie nå er borte.

Avkastningsforskjellen mellom selskapsobligasjoner og en referanseindeks bestående av aksjer og statsobligasjoner har ifølge ekspertgruppen variert betydelig historisk. Dersom investeringer i selskapsobligasjoner utelukkende gjøres som del av den aktive forvaltningen, slik

⁸ NOU 2016: 20 *Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland*.

Norges Bank foreslår, tyder ekspertgruppens analyser derfor på at en må forvente større avvik mellom avkastningen av referanseindeksen og faktisk portefølje – særlig i perioder med uro i markedene. Avvik kan gi både mer- og mindreavkastning. Departementet vil peke på at en erfaring fra finanskrisen er at mindreavkastning i den aktive forvaltningen kan være spesielt krevende å håndtere i perioder med uro i markedene.

Departementet legger opp til at selskapsobligasjoner utstedt i dagens syv valutaer beholdes i referanseindeksen for obligasjoner, og at vekten på 30 pst. videreføres. Det legger til rette for et risikonivå i referanseindeksen om lag som i dag, og for en videreføring av indeksens rolle i forankringen av fondets risikotaking og som relevant målegrunnlag for Norges Banks forvaltningsresultater.

Selskapsdelen av referanseindeksen for obligasjoner i SPU vektes i dag månedlig tilbake til den faste vekten på 30 pst. Departementet vil i samråd med Norges Bank vurdere om det er behov for enkelte mindre justeringer av tilbakevektingsbestemmelsen for selskapsobligasjoner, med sikte på å redusere transaksjonskostnader i forvaltningen.

Valutaer, fremvoksende markeder og øvrige segmenter i statsdelen

Norges Bank mener at statsobligasjoner utstedt av fremvoksende markeder bør tas ut av referanseindeksen for obligasjoner. For et stort fond som SPU er det ifølge banken utfordrende å tilpasse porteføljen på en kostnadseffektiv måte til opp- eller nedgraderinger av utstederlandenes kredittverdighet. Banken understreker videre at dagens referanseindeks ikke er egnet som utgangspunkt for systematiske strategier for investeringer i høyrentevalutaer. De fleste av disse er i fremvoksende markeder.

Indeksleverandørenes minstekrav til kredittvurdering vil generelt medføre at enkeltland over tid går inn og ut av obligasjonsindeksen. Etter departementets syn er det rimelig å legge til grunn at fremvoksende markeder, med blant annet mindre utviklede kapitalmarkeder og et relativt lavere inntektsnivå enn utviklede markeder, i gjennomsnitt er mer utsatt for politiske eller økonomiske hendelser som kan medføre endringer i kredittvurdering. Videre indikerer historiske tall at gjennomsnittlig kredittvurdering for fremvoksende markeder er betydelig lavere enn for utviklede markeder, slik at fremvoksende markeder i utgangspunktet er nærmere terskelen indeksleverandøren setter. Opp- eller nedgraderinger av utstederlandenes

kredittverdighet kan derfor i større grad synes å være en utfordring for fremvoksende markeder enn for utviklede markeder.

Departementet har samtidig merket seg at ekspertgruppens analyser av obligasjonsporteføljer med og uten statsobligasjoner utstedt av fremvoksende markeder tyder på svært stor grad av samvariasjon og små forskjeller i avkastning og risiko. Analysene ser bort fra eventuelle transaksjonskostnader som følge av opp- og nedgraderinger av utstederlandenes kredittverdighet over tid. Departementet vil understreke at slike analyser er svært følsomme for valg av tidsperiode. Det innebærer at resultatene ikke bør tillegges for stor vekt.

Etter departementets vurdering tilsier drøftelsen ovenfor at obligasjoner utstedt av fremvoksende markeder i lokal valuta bør tas ut av referanseindeksen, i tråd med Norges Banks råd. Banken ser i utgangspunktet ingen operasjonelle utfordringer med å inkludere alle valutaene fra utviklede markeder som i dag inngår i obligasjonsindeksen, men foreslår at realrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner tas ut.

Ekspertgruppen viser til at det er relativt stor grad av konsentrasjon om ulike land innen forskjellige segmenter i obligasjonsmarkedet, og peker på at en referanseindeks kun bestående av nominelle statsobligasjoner utstedt i tre valutaer og særskilte løpetider, slik Norges Bank foreslår, vil utelate over halvparten av investeringsmulighetene som inngår i dagens referanseindeks. Det vil ifølge gruppen redusere referanseindeksens investerbarhet og gi økt konsentrasjonsrisiko.

Departementet legger opp til at øvrige obligasjoner som inngår i statsdelen av SPU's referanseindeks beholdes som i dag. Statsdelen vil da bestå av nominelle obligasjoner og realrenteobligasjoner utstedt i lokal valuta av alle stater indeksleverandøren Bloomberg klassifiserer som utviklede markeder i underliggende markedsindekser, samt obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner i de samme valutaene.

Løpetid i referanseindeksen

Obligasjoner med lang løpetid er, alt annet like, mer følsomme for renteendringer enn obligasjoner med kortere løpetid. Norges Banks forslag om å sette en øvre grense på om lag ti års løpetid for obligasjoner i referanseindeksen vil derfor isolert sett bidra til å redusere *svingningsrisikoen i referanseindeksen for obligasjoner* i SPU. Det følger av at verdien av obligasjonene i indeksen vil kunne påvirkes mindre ved renteendringer.

Betydningen for *samlet svingningsrisiko* i SPU av å redusere løpetiden vil derimot avhenge av samvariasjonen mellom aksjer og obligasjoner. Samlet svingningsrisiko øker med løpetiden på obligasjonsinvesteringene dersom samvariasjonen er positiv, og reduseres dersom samvariasjonen er negativ.

Løpetiden i referanseindeksen for obligasjoner bestemmes i dag av markedsutviklingen. Departementet vil presisere at en begrensning i løpetiden for obligasjonene som inngår i referanseindeksen kan få betydelige konsekvenser for svingningene i SPU-s samlede avkastning, slik også Norges Bank påpeker. Svingningene i fondet kan både bli høyere og lavere enn uten en slik tilpasning. I et tenkt hendelsesforløp i finansmarkedene der obligasjoner øker i verdi ved et aksjemarkedsfall, vil en begrensning i løpetiden i obligasjonsindeksen isolert sett kunne bidra til et større fall i markedsverdien av SPU enn uten en slik begrensning.

Departementet har samtidig merket seg at ekspertgruppen mener det ikke er holdepunkter i forskningslitteraturen for å konkludere med at terminpremien nå er varig borte. Det innebærer at en eventuell justering av løpetiden i obligasjonsindeksen ikke vil redusere risikonivået uten samtidig å ha betydning for forventet avkastning.

Departementet deler ekspertgruppens vurdering av at løpetiden i referanseindeksen for obligasjoner fortsatt bør følge markedsutviklingen. Det legges opp til at eventuelle beslutninger om å avvike fra løpetiden i markedet som i dag delegeres til Norges Bank innenfor rammer for den aktive forvaltningen.

Vektingsprinsipp for statsdelen i referanseindeksen

Norges Bank mener dagens vektingsprinsipp med BNP-vekter bør videreføres, men at tilbakevektning bør gjennomføres årlig for å redusere transaksjonskostnader.

Departementet vil peke på at BNP-vekter begrenser eksponeringen mot land med høy og økende gjeldsgrad og gjør det mulig å ta hensyn til stateres tilbakebetalingsevne på en enkel og forståelig måte, uten at departementet må søke å fastsette toleranse for tap på utlån til enkeltland, slik ekspertgruppens forslag vil innebære. Gruppens forslag om å legge til grunn markedsvekter ville samtidig medført betydelige endringer i landsammensetningen sammenlignet med i dag.

Departementet legger opp til at sammensetningen av statsdelen i referanseindeksen for SPU fastsettes med utgangspunkt i landenes relative BNP som i dag, men begrenset til to ganger mar-

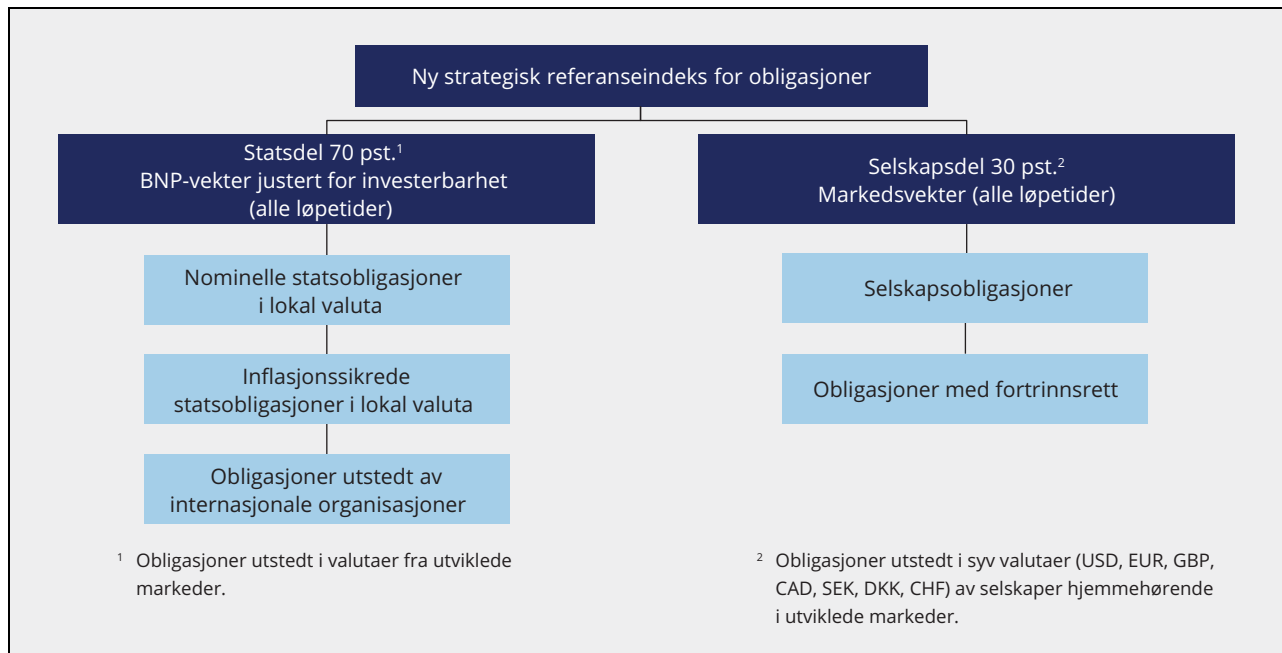
kedsvekt for hvert enkelt land. Et slikt vektingsprinsipp anslås å begrense eierandelene i små markeder betydelig, mens justeringene i mindre grad påvirker øvrig sammensetning av statsobligasjoner i referanseindeksen. Det justerte vektingsprinsippet medfører dermed at statsdelen i obligasjonsindeksen blir tilstrekkelig investerbar for fondet, uten at øvrige egenskaper endres nevneverdig. Dagens rammeverk med særskilte justeringsfaktorer for enkeltland blir overflødig og kan utgå. Departementet deler videre Norges Banks vurdering av at BNP-vektene innad i statsdelen bør tilbakevektes årlig, heller enn månedlig som i dag. Det vil redusere unødige transaksjoner som følge av valutakursbevegelser, og dermed transaksjonskostnadene ved å investere i tråd med referanseindeksen.

Risikoinnramming

Når statsobligasjoner utstedt av fremvoksende markeder i lokal valuta tas ut av obligasjonsindeksen for SPU, vil ikke risikoen knyttet til investeringer i disse markedene være forankret gjennom fondets referanseindeks. Norges Bank trekker i sitt råd frem at dersom fremvoksende markeder tas ut av referanseindeksen, kan departementet vurdere å fastsette en ramme for hvor stor andel av fondet som kan være investert i valutaer i fremvoksende markeder.

Departementet vil vise til at gjeld hjemmehørende i fremvoksende markeder også inngår i andre segmenter av obligasjonsmarkedet og tidvis utstedes i annen valuta enn landets egen. Norges Bank har i dag mulighet til å investere fondsmidlene i slike obligasjoner, selv om enkelte delsegmenter ikke inngår i referanseindeksen for fondet. I tillegg inkluderer selskapsdelen av obligasjonsindeksen i dag obligasjoner utstedt av selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder, dersom disse er utstedt i en av delindeksens syv valutaer.

Departementet legger opp til å fastsette en samlet ramme for hvor stor andel av obligasjonsporteføljen i SPU som kan være investert i gjeldsinstrumenter som ikke er utstedt av stater eller selskaper hjemmehørende i utviklede markeder. Det vil ramme inn samlet omfang av investeringer i gjeld utstedt av fremvoksende og eventuelle mindre utviklede markeder, herunder både utstederisiko og fondets andel i slik valuta. Innrammingen tar hensyn til at flere segmenter av obligasjonsmarkedet i dag ikke inngår i referanseindeksen, og legger til rette for en mer helhetlig innramming og styring av risikoen knyttet til



Figur 3.4 Ny strategisk referanseindeks for obligasjoner

Kilde: Finansdepartementet.

gjeldsinvesteringer i fremvoksende markeder enn i dag.

Ved utgangen av 2018 utgjorde verdien av statsobligasjoner utstedt av fremvoksende markeder i lokal valuta (BNP-vektet) om lag syv pst. av referanseindeksen for obligasjoner i SPU, mens de samme markedene ville utgjort om lag tre pst. ved markedsvektning. Obligasjoner utstedt av selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder utgjorde på samme tid om lag en pst. av obligasjonsindeksen. Endringen i rammeverket innebærer at disse selskapsobligasjonene tas ut av referanseindeksen for obligasjoner i SPU.

Departementet legger opp til å fastsette en ramme for investeringer i fremvoksende markeder på fem pst. av obligasjonsporteføljen. Det tilsvarer om lag andelen slike markeder i det investerbare obligasjonsmarkedet med høy kredittverdighet ved utgangen av 2018, som definert av indeksleverandøren Bloomberg, men noe lavere enn i dagens referanseindeks på om lag 8 pst. Norges Bank viser blant annet til at det vil kunne etableres systematiske strategier for investeringer i høyrentevalutaer dersom fremvoksende markeder tas ut av indeksen. Slike strategier har høyere risiko enn brede investeringer innen fremvoksende markeder, noe som etter departementets syn isolert sett taler for en lavere ramme enn dagens innslag i referanseindeksen.

I mandatet for forvaltningen av SPU er det videre fastsatt krav om særskilt rapportering om

investeringer i fremvoksende markeder. Når obligasjonsinvesteringer i fremvoksende markeder nå tas ut av referanseindeksen for SPU, vil departementet stille ytterligere krav til den offentlige rapporteringen om slike investeringer, herunder rammeutnyttelse, innretting av investeringene og bidraget til fondets relative avkastning og risiko.

Det er i mandatet for forvaltningen av SPU også fastsatt krav om at Norges Bank skal gjennomføre stresstester som del av målingen og styringen av markedsrisiko i forvaltningen av fondet, samt at analyser av ekstremhendelsesrisiko skal være en integrert del av risikostyringen. Departementet deler ekspertgruppens vurdering av at offentlig rapportering om slike stresstester vil kunne styrke kommunikasjonen om fondets risikotaking i obligasjonsmarkedene. Departementet vil fastsette krav om slik rapportering i mandatet for forvaltningen av SPU.

Departementet vil vise til at det er betydelig variasjon i bærekraftig gjeldsnivå også blant utviklede markeder. Det legges derfor opp til en videreføring av kravet om at Norges Bank i forvaltningen av statsobligasjoner skal ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land.

Sammensetning og valutafordeling av ny referanseindeks for obligasjoner i SPU

Sammensetningen av ny strategisk referanseindeks for obligasjoner i SPU er vist i figur 3.4.

Tabell 3.1 Sammensetning av ny og tidligere referanseindeks for obligasjoner i SPU basert på BNP-vekter for 2019 og markedsvekter ved utgangen av oktober 2018. Prosent

Land	Valuta	Valutavekter		
		Ny statsdel	Tidligere statsdel	Ny obligasjonsindeks ¹
Utviklede markeder:		70,0	62,9	100,0
<i>Amerika</i>		33,5	29,7	51,7
Canada	CAD	2,1	2,3	3,2
USA	USD	31,4	27,4	48,5
<i>Europa</i>		25,7	19,6	37,5
Danmark	DKK	0,5	0,5	0,6
Eurosonen	EUR	19,8	17,4	29,2
Storbritannia	GBP	4,4	3,9	5,9
Sveits	CHF	0,4	1,0	0,9
Sverige	SEK	0,5	0,8	0,8
<i>Asia og Oceania</i>		10,8	9,7	10,8
Australia	AUD	2,1	1,9	2,1
Hong Kong	HKD	0,0	0,1	0,0
Japan	JPY	8,0	7,0	8,0
New Zealand	NZD	0,3	0,3	0,3
Singapore	SGD	0,4	0,5	0,4
Fremvoksende markeder:			7,1	
<i>Latin-Amerika</i>			1,7	
Chile	CLP		0,1	
Mexico	MXN		1,6	
<i>Europa/Midtøsten/Afrika</i>			2,2	
Israel	ILS		0,5	
Polen	PLN		0,7	
Russland	RUB		0,5	
Tsjekkia	CZK		0,3	
Ungarn	HUF		0,2	
<i>Asia</i>			3,2	
Malaysia	MYR		0,4	
Sør-Korea	KRW		2,1	
Thailand	THB		0,6	
Sum		70,0	70,0	100,0

¹ Valutavektene inkluderer selskapsobligasjoner.

Kilder: Bloomberg og Finansdepartementet.

Det er lagt opp til å beholde alle segmenter som i dag inngår i referanseindeksen, men avgrenset til obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i utviklede markeder. En sammenligning av valuta- og landsammensetning av dagens og ny referanseindeks for obligasjoner i SPU, basert på markedsdata ved utgangen av oktober 2018, er gitt i tabell 3.1.

3.2 Miljømandatene og unotert infrastruktur for fornybar energi

3.2.1 Innledning

I fondsmeldingen våren 2018⁹ la Finansdepartementet opp til å vurdere om investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi kan gjennomføres innenfor rammen av de særskilte miljørelaterte investeringsmandatene, med krav til åpenhet, avkastning og risiko som for øvrige investeringer i SPU. Det ble også lagt opp til å gjennomgå reguleringen av miljømandatene mer generelt, herunder mandatenes størrelse.

I innstillingen fra finanskomiteen til meldingen, se Innst. 370 S (2017–2018), stod det: «Komiteen viser til at investeringsmulighetene innen unotert infrastruktur har vært diskutert og vurdert flere ganger, blant annet investeringsmulighetene innen utvikling av fornybare energikilder. Komiteen vil på denne bakgrunn be departementet komme tilbake til Stortinget senest i neste års melding med et konkret forslag til mandat for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi under miljømandatet, med krav til åpenhet, avkastning og risiko som for øvrige investeringer.» Komiteens flertall ba i den forbindelse departementet vurdere om rammene for miljømandatene bør økes.

Departementet ba i brev 22. juni 2018 om Norges Banks vurderinger av miljømandatenes regulering og hvordan en kan utvide mandatenes investeringsunivers til unotert infrastruktur for fornybar energi. Banken oversendte sine vurderinger i brev 29. og 30. oktober 2018. Norges Bank vurderer at investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi kan gjennomføres innenfor rammen av de miljørelaterte mandatene. Banken mener at den øvre rammen for miljømandatene bør økes dersom den skal kunne utnytte fondets særtrekk og gjennomføre investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi på en kostnadseffektiv måte.

Videre mottok departementet 19. desember 2018 en rapport fra konsulentselskapet McKinsey

som beskriver det globale markedet for unotert infrastruktur for fornybar energi. Bankens brev og McKinseys rapport er tilgjengelig på departementets nettsider.

McKinsey anslår at den samlede markedsverdien av produksjonsmidler og installasjoner innen infrastruktur for fornybar energi var 2 900 mrd. amerikanske dollar i 2017 og vil øke til 4 200 mrd. amerikanske dollar i 2030. En stor del av veksten ventes ifølge både Norges Bank og McKinsey å komme i fremvoksende markeder. Kun deler av det totale markedet for infrastruktur for fornybar energi vil være tilgjengelig for institusjonelle investorer. McKinsey anslår andelen av markedet som vil være tilgjengelig for investorer i det unoterte markedet i 2030 til om lag 1 100 mrd. amerikanske dollar. I tillegg anslås det børsnoterte markedet for infrastruktur for fornybar energi å utgjøre om lag 500 mrd. amerikanske dollar.

Avsnitt 3.2.2 omhandler bakgrunn for miljømandatene og bankens redegjørelse for forvaltningen av disse. Markedet for unotert infrastruktur for fornybar energi er omtalt i avsnitt 3.2.3, mens Norges Banks vurderinger av regulering og gjennomføring er omtalt i 3.2.4. Departementets vurderinger gis i avsnitt 3.2.5.

3.2.2 Miljømandatene

Bakgrunn

Etter en bred, offentlig evaluering av de etiske retningslinjene foreslo Finansdepartementet i 2009 å opprette et særskilt investeringsprogram rettet mot miljøvennlig aktivitet eller teknologi, se fondsmeldingen våren 2009.¹⁰ Departementet vurderte den gang å spesifisere et eget investeringsunivers for disse investeringene som inkluderte både unoterte aksjer og unotert infrastruktur. I Nasjonalbudsjettet 2010 ble det, etter råd fra Norges Bank, imidlertid lagt opp til at banken skulle etablere miljømandater innenfor samme investeringsunivers og rammer som for resten av fondet. Departementet viste til at banken vurderte miljørelaterte investeringer som særlig godt egnet for aktiv forvaltning. Det ble lagt opp til at de miljørelaterte investeringene over tid skulle utgjøre 20 mrd. kroner.¹¹ I 2012 ble rammen i

¹⁰ St.meld. nr. 20 (2008–2009) *Om forvaltning av Statens pensjonsfond i 2008*.

¹¹ Ved etableringen av de miljørelaterte mandatene ble det også vurdert et eget investeringsprogram for bærekraftig vekst i fremvoksende markeder. Omfanget på 20 mrd. kroner var i utgangspunktet ment å inkludere begge programmene.

⁹ Meld. St. 13 (2017–2018) *Statens pensjonsfond 2018*.

mandatet tallfestet til 20–30 mrd. kroner. Denne er senere økt to ganger, først til 30–50 mrd. med virkning fra 1. januar 2015 og så til 30–60 mrd. kroner med virkning fra 1. september 2015.

Dagens regulering

Dagens regulering av miljømandatene ble fastsatt i 2015, og er i form av en generell formulering i forvaltningsmandatet til Norges Bank om etablering av slike mandater og *normalt* omfang av disse. Etableringen av et intervall som investeringene normalt skal være innenfor var ment å synliggjøre at investeringsmulighetene, og dermed omfanget av slike investeringer, ville kunne variere over tid. Samtidig viste departementet til at en høyere ramme for slike investeringer innebar restriksjoner på bankens forvaltning som vanskelig kunne forsvares økonomisk.

Forvaltningen av de særskilte mandatene er en del av bankens aktive forvaltning. Det innebærer at investeringene måles mot referanseindeksen departementet har fastsatt og trekker på rammen for avvik fra denne, målt ved forventet relativ volatilitet.

Departementet har fastsatt særskilte rapporteringskrav for miljømandatene, som omfatter omfang, strategi og type aktiva. Ifølge rapporteringskravet skal Norges Bank redegjøre for hvordan en ivaretar intensjonen med investeringene. Intensjonen er ikke nærmere presisert i forvaltningsmandatet, men ble blant annet beskrevet i fondsmeldingen våren 2009:

«Investeringene skal rettes mot miljøvennlige eiendeler eller teknologi, som kan forventes å gi en klar miljøgevinst, slik som klimavennlig energi, energieffektivisering, karbonfangst og lagring, vannteknologi og håndtering av avfall og forurensning.»

Nærmere fastsettelse av kriterier for hva som anses som et miljørelatert selskap og således kan inngå i investeringsuniverset for miljømandatene er delegert til Norges Bank. For å inkludere et selskap i investeringsuniverset for miljømandatene, legger Norges Bank til grunn at minst 20 pst. av selskapets virksomhet må falle inn under én eller flere av hovedsegmentene banken har definert som miljørelaterte. Miljørelaterte investeringer er av banken kategorisert som investeringer i lavutslippsenergi og alternative drivstoff, ren energi- og energieffektiviseringsteknologi og teknologier tilknyttet naturressursforvaltning.

Norges Bank har siden 2015 rapportert om den ansvarlige forvaltningen av fondet i en separat publikasjon, inkludert forvaltningen av miljømandatene. I rapporteringen angis blant annet investert beløp ved utgangen av året fordelt på aksjer og obligasjoner, samt oppnådd avkastning av de miljørelaterte aksjemandatene. Banken har i de siste rapportene i tillegg publisert de ti største eksponeringene i miljømandatene innenfor de ulike kategoriene nevnt over.

Norges Banks redegjørelse

Norges Bank viser i sitt brev til at departementet, gjennom mandatsbestemmelsen om miljømandatene, krever at bankens forvaltning skal være aktiv og at sammensetningen av porteføljen skal avvike fra referanseindeksen. Banken påpeker at det er blitt lagt til grunn at disse investeringene skal gjennomføres med samme krav til lønnsomhet som for fondets øvrige investeringer. Det vises i brevet til at både banken og departementet tidligere har understreket at kravet om miljørelaterte mandater innebærer en restriksjon på forvaltningen som i utgangspunktet begrenser bankens muligheter for å skape meravkastning.

Miljømandatene har vært forvaltet både internt og eksternt siden oppstart i 2009. Mandatene forvaltes i dag i sin helhet internt, etter at banken i mai 2018 avsluttet de eksternt forvaltede mandatene for å redusere forvaltningskostnadene.

Banken viser til at hva som er et miljørelatert selskap ikke er entydig. Mulighetsområdet for slike investeringer består av både store konglomerater med en liten andel miljørelatert virksomhet og mer rendyrkede miljørelaterte selskaper i ulike sektorer. Norges Bank har i tråd med departementets formuleringer i fondsmeldingen våren 2009, konsentrert sine miljørelaterte aksjemandater til selskaper innen de tre hovedsegmentene banken har definert som miljørelatert, se omtale i avsnittet om *dagens regulering*. Banken har videre bestemt at mandatene ikke skal investeres i olje- og gassprodusenter, kullselskaper og gruveselskaper.

Investeringene innenfor miljømandatene gjøres i dag i noterte aksjer og såkalte grønne obligasjoner. Ved utgangen av 2018 var markedsverdien av investeringene 56,7 mrd. kroner, fordelt med 43,3 mrd. kroner i aksjer og 13,4 mrd. kroner i grønne obligasjoner. Norges Bank påpeker at uavhengig av kravet om at banken skal etablere særskilte miljørelaterte investeringsmandater, vil en vesentlig del av fondet være investert i selskaper med miljørelatert virksomhet. Ved utgangen av juli 2018 var rundt seks pst. av selskapene i fondets referanseindeks for

Tabell 3.2 Avkastning av miljørelaterte aksjemandater og ulike aksjeindekser siste 5 år og siden oppstart i desember 2009, målt i fondets valutakurv. Tall ved utgangen av 2018. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

Nominell avkastning	Siden oppstart	Siste 5 år
Miljørelaterte aksjeinvesteringer	4,5	5,9
Miljørelaterte aksjeindekser		
<i>FTSE EO AS</i> ¹	9,3	6,9
<i>FTSE ET 50</i> ²	3,0	4,0
<i>MSCI Global Environment</i> ³	7,3	4,5
Fondets referanseindeks for aksjer	8,0	5,6

¹ Bred miljøindeks som inkluderer selskaper der minst 20 prosent av virksomheten kan tilskrives miljørelaterte aktiviteter.

² Smalere teknologifokusert miljøindeks som inkluderer de 50 største selskapene med minst 50 prosent av virksomheten fra miljørelaterte aktiviteter.

³ Miljøindeks som inkluderer selskaper der minst 50 prosent av virksomheten kan tilskrives miljørelaterte aktiviteter.

Kilde: Norges Bank.

aksjer klassifisert som miljørelatert.¹² Obligasjonene som inngår i MSCI Bloomberg Green Bond Index utgjorde på samme tidspunkt 0,3 pst. av fondets referanseindeks for obligasjoner. Samlet tilsvarte dette om lag 340 mrd. kroner.

De miljørelaterte aksjemandatene forvaltes etter de samme hovedprinsippene som fondets øvrige investeringsmandater for aksjer. Siktemålet for forvaltningen er å oppnå meravkastning sammenlignet med relevante avkastningsmål. Den relative avkastningen av de miljørelaterte aksjemandatene har variert over tid og med ulike avkastningsmål. Årlig avkastning av aksjemandatene har siden oppstart i desember 2009 vært 4,5 pst. målt i fondets valutakurv. Det er lavere enn den årlige avkastningen av fondets referanseindeks for aksjer som i samme periode var 8,0 pst. Avkastningen av mandatene har imidlertid vært noe høyere enn aksjeindeksen de siste fem årene, se tabell 3.2. I samme periode har avkastningen av de miljørelaterte aksjemandatene svingt mer enn avkastningen av referanseindeksen for aksjer. Norges Bank viser i publikasjonen om ansvarlig forvaltning for 2018 til at den de siste årene har utvidet universet for miljømandatene til å inkludere større selskaper og lagt mer vekt på utviklede markeder for å redusere volatiliteten.

Avkastningen av de miljørelaterte aksjemandatene kan sammenlignes med avkastningen av

ulike miljøindekser. Banken viser i brevet til departementet til at indekxleverandørene utøver stor grad av skjønn i konstruksjonen av indeksene. Det er store forskjeller mellom indeksene,¹³ og det har ifølge banken også vært betydelige endringer i sammensetningen over tid. Resultatene i bankens forvaltning av de miljørelaterte investeringene har variert over tid og avhengig av hvilken miljøindeks forvaltningen måles mot, se figur 3.5.

Norges Bank skriver at avkastnings- og risikoegenskapene til bankens investeringer i grønne obligasjoner ikke skiller seg vesentlig fra investeringene i andre obligasjoner med sammenlignbar kreditt- og renterisiko.

Banken skriver videre at siden miljømandatene utgjør en mindre andel av fondet, har kravet om at banken skal foreta slike investeringer hatt liten betydning for samlet avkastning og risiko i fondet.

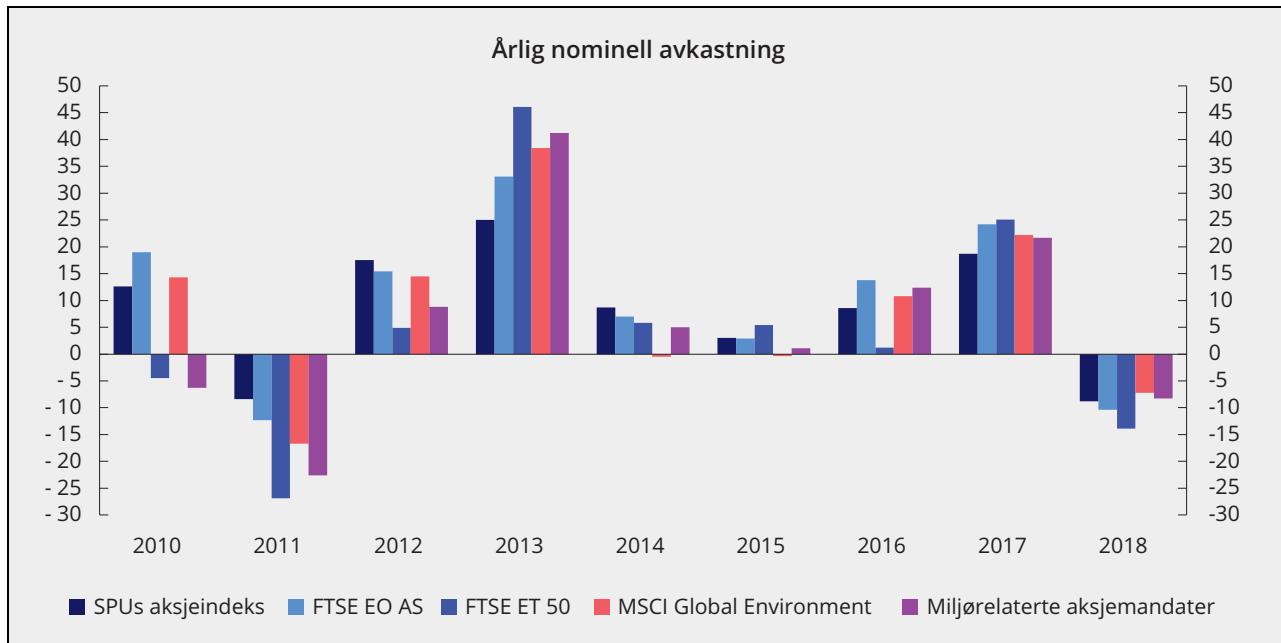
3.2.3 Markedet for unotert infrastruktur for fornybar energi

Produksjonskapasitet

Fornybar energi utgjør en stadig større andel av verdens samlede strømproduksjon. McKinsey viser til at utbygging av fornybar energi, målt

¹² Basert på selskapene som inngår i FTSEs brede miljøindeks (FTSE EO).

¹³ I et brev 21. november 2014 påpeker banken at kun 19 pst. av aksjene som inngikk i FTSEs «rendyrkede» miljøindeks finnes igjen i MSCIs tilsvarende produkter.



Figur 3.5 Årlig avkastning av miljørelaterede aksjemandater og ulike aksjeindekser for perioden 2010–2018, målt i fondets valutakurv. Prosent

Kilde: Norges Bank.

som installert kapasitet, har økt betydelig det siste tiåret. I 2017 utgjorde fornybar energi 25 pst. av verdens totale strømproduksjon. Av dette bestod om lag 75 pst. av vannkraft, mens solenergi og landbasert¹⁴ vindkraft utgjorde henholdsvis 17 pst. og 7 pst. Havbasert¹⁵ vindkraft utgjorde den resterende delen. Kostnadene for installasjon og drift har falt betydelig, og produksjonskapasiteten per dollar investert har derfor økt betraktelig. Over halvparten av veksten i ny kapasitet har vært i fremvoksende markeder.

Veksten i fornybar energi ventes å være betydelig også i tiden fremover. McKinsey anslår at utbygd kapasitet av fornybar energi vil øke med 150 pst. frem mot 2030,¹⁶ og forklarer den forventede veksten med forhold på både tilbuds- og etterspørselssiden. En stor del av veksten i ny kapasitet fremover kan ifølge McKinsey forklares av ytterligere reduserte kostnader for sol- og vindkraft. McKinsey peker på økt vekst i etterspørselen etter energi generelt sett, samt økt andel elektrisitet i energisammensetningen for å møte globale og nasjonale utslippsmål som vik-

tige forhold på etterspørselssiden som kan forklare veksten i ny kapasitet for fornybar energi i årene fremover.

Markedet som er tilgjengelig for institusjonelle investorer

McKinsey anslår at den samlede markedsverdien av produksjonsmidler og installasjoner innen infrastruktur for fornybar energi i 2017 var 2 900 mrd. amerikanske dollar og at samlet markedsverdi vil øke til 4 200 mrd. amerikanske dollar i 2030.¹⁷ En stor del av veksten ventes ifølge både Norges Bank og McKinsey å komme i fremvoksende markeder. En ikke-ubetydelig andel av markedet for infrastruktur for fornybar energi er statlig eid og lite likvid. Det gjør at deler av markedet ikke er tilgjengelig for investorer. McKinsey har anslått at størrelsen på det investerbare markedet for unotert infrastruktur for fornybar energi, der statlig eierskap og illikvide investeringer er utelatt, i 2030 til være om lag 1 100 mrd. amerikanske dollar.¹⁸ I tillegg anslås det at børs-

¹⁴ Onshore.

¹⁵ Offshore.

¹⁶ McKinsey har benyttet McKinsey Global Energy Perspective (GEP) Reference Case 2019 for fremskrivninger av installert kapasitet, elektrisitetsproduksjon og investeringer. Scenarioet antas å være om lag et midtpunkt blant forskjellige scenarioer.

¹⁷ McKinsey har i beregning av verdiene av prosjektene inkludert både egenkapital og gjeld. Dette kan gi høyere markedsverdier enn det som fremkommer fra andre kilder.

¹⁸ McKinsey understreker at dette estimatet omfatter investeringer som i praksis er mulige, og ikke om de er lønnsomme for en investor.

notert infrastruktur for fornybar energi vil utgjøre 500 mrd. amerikanske dollar.

McKinsey anslår at 86 pst. av det investerbare markedet for unotert infrastruktur for fornybar energi vil være i sol- og vindkraft i 2030, mens kun 14 pst. vil være vannkraft. Vannkraft vil utgjøre en relativt mindre andel fordi hoveddelen er, og antas å forbli, statlig eid. Videre anslås om lag 45 pst., eller 500 mrd. amerikanske dollar, av det investerbare markedet å være i OECD-land. Om lag 80 pst. av markedet i 2030 anslås å være investeringer i kapasitet som er installert etter 2017.

Norges Bank peker på at rapporter fra ulike kilder indikerer at verdien av årlige nye investeringer i fornybar energiproduksjon har ligget stabilt omkring 300 mrd. amerikanske dollar siden 2012. Det understrekes samtidig at prognosene for fremtidige investeringer er usikre og varierer mellom ulike kilder. Politiske vedtak, ny teknologi og økonomisk vekst vil kunne få stor betydning for utviklingen i markedet for infrastrukturinvesteringer for fornybar strømprduksjon. Banken trekker også frem at det de siste årene er registrert økt aktivitet innenfor refinansiering av eksisterende prosjekter. Denne aktiviteten har vært konsentrert til utviklede markeder og flere av transaksjonene har vært store.

Norges Bank viser til at avkastnings- og risikoegenskapene ved infrastrukturinvesteringer for fornybar energi generelt vil variere med typen anlegg, om det er et utviklingsprosjekt eller anlegg som allerede er i drift, i hvilket land eller region investeringen gjennomføres, hvordan kontrakten er utformet og valg av finansielt instrument. Banken skriver videre at markedet for fornybar energi er i endring og at historiske data for avkastning og risiko ikke nødvendigvis gir en god indikasjon på hva en kan forvente fremover. Fornybare energikilder er i dag konkurransedyktige i mange markeder, og flere nye infrastrukturprosjekter innenfor fornybar energi settes i gang uten offentlige subsidier. Lønnsomheten og risikoen i prosjektene vil i større grad enn tidligere avhenge av utviklingen i kraftprisene og i hvilken grad utbygger sikrer fremtidige inntekter gjennom langsiktige kontrakter med sluttbrukere. Flere land har etablert rammeverk som legger til rette for slike avtaler.

McKinsey viser til at investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi har flere attraktive egenskaper for institusjonelle investorer, men at slike investeringer samtidig kan innebære eksponering mot politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko for investor, se boks 3.2.

Institusjonelle investorers tilnærming til unotert infrastruktur for fornybar energi

McKinsey har kartlagt og beskrevet investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi i et utvalg på 13 institusjonelle investorer, herunder tre nordamerikanske fond, seks europeiske fond (hvorav fire er skandinaviske) og tre asiatiske fond. Det siste tiåret har disse fondene økt sine investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi. McKinsey trekker frem at dette kan skyldes de attraktive egenskapene til unotert infrastruktur, samt at fornybare energiteknologier nå fremstår som mer modne. Videre har den teknologiske utviklingen i sol- og vindkraft ført til at den tekniske risikoen ved slike investeringer nå er lavere. McKinsey trekker også frem at enkelte av investorene er blitt pålagt krav fra eiere om å investere med en mer miljøvennlig profil.

Konsulentselskapet har undersøkt et utvalg transaksjoner fra de ovennevnte investorene. Av studien fremgår det at investeringene er spredt over flere teknologier, men at de fleste investeringene har vært i sol og vind (både offshore og onshore). Videre fremgår det at de fleste prosjektene har vært i OECD-land, hovedsakelig i Vest-Europa og Nord-Amerika. McKinsey trekker frem at investeringene foretas i både etablerte og nye prosjekter.

En investor som vurderer unotert infrastruktur for fornybar energi kan velge å gjennomføre investeringene på ulike måter. Hovedskillene går mellom direkte og indirekte investeringer, og mellom gjeld og egenkapital. Norges Bank peker på at direkteinvesteringer i unotert infrastruktur er beløpsmessig store og at installasjonene normalt har lang levetid. Institusjonelle investorer velger ofte å gjennomføre slike investeringer sammen med aktører som har operasjonell og teknisk kompetanse innenfor dette segmentet. Indirekte investeringer i unotert infrastruktur gjøres primært gjennom aktive eierfond. Banken skriver at det finnes flere slike eierfond som investerer i unotert infrastruktur, men at kun et fåtall av disse er i dag spesialisert innenfor fornybar energi.

De fleste investorer i markedet for unotert infrastruktur for fornybar energi investerer gjennom selskaper som utvikler, eier, kjøper og/eller selger prosjekter for fornybar energi, ifølge studien til McKinsey. Investeringene skjer ofte sammen med andre investorer.

En investor kan også investere i obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter, herunder grønne obligasjoner, som er utstedt for å hente inn kapital til infrastrukturprosjekter for fornybar energi.

Boks 3.2 Politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko

Politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko var sentralt i departementets vurdering av om det burde åpnes for investeringer i unotert infrastruktur på generelt grunnlag i SPU i fondsmeldingene våren 2016 og 2017.¹ Det ble pekt på at investeringer i unotert infrastruktur medfører betydelig risiko knyttet til regulatoriske og politiske forhold. Departementet skrev at det for infrastrukturinvesteringer er vanlig med langvarige kontrakter der lønnsomheten påvirkes direkte av andre lands myndigheter, gjennom tariff og øvrige rammebetingelser. Det ble også vist til at infrastrukturprosjekter ofte er viktige for lokale myndigheter og at det politiske engasjementet kan være høyt. De fleste prosjektene er naturlige monopoler, eller kvasi-monopoler, slik som strømmett, broer og flyplasser. I slike markeder kan ikke lokalsamfunnene velge en annen tilbyder. Leverandøren kan heller ikke velge en annen kundekrets. Departementet understreket at konflikter med andre lands myndigheter om regulering av transport, energiforsyning og andre viktige fellesgoder generelt vil være krevende, og innebære risiko for fondets omdømme. Videre fremhevet departementet at unoterte investeringer i infrastruktur innebærer store eierandeler, noe som gjør eventuelle investeringer mer synlige og lettere gjenstand for kritikk. Departementets vurdering var at et åpent og politisk forankret statlig fond som SPU er mindre egnet enn andre investorer til å bære den særlige risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur.

I forbindelse med departementets arbeid med å vurdere en eventuell åpning for unotert infrastruktur for fornybar energi under miljømandatene, ble McKinsey bedt om en oppdatert beskrivelse av disse risikofaktorene sammenlignet med rapporten konsulentselskapet skrev på oppdrag fra departementet i 2016.

McKinsey viser til at investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi generelt vil være utsatt for de samme risikotypene som andre investeringer i unotert infrastruktur, men trekker frem at regulatorisk risiko er spesielt viktig for unotert infrastruktur for fornybar energi. Årsaken er ifølge konsulentselskapet at

det globale elektrisitetmarkedet er gjenstand for omfattende regulering.

McKinsey trekker videre frem at risiko knyttet til politiske, regulatoriske og omdømmemessige forhold i stor grad avhenger av det konkrete prosjektet. Det er likevel mulig å generalisere enkelte forskjeller mellom prosjektene langs dimensjonene geografi og teknologi, og om det er nye eller eksisterende prosjekter.

Generelt vil investeringer i utviklede markeder med mer robuste politiske og regulatoriske rammeverk medføre lavere risiko enn investeringer i fremvoksende markeder. Videre vil investeringer i prosjekter som allerede er i drift som regel innebære lavere politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko enn prosjekter i etableringsfasen, som ifølge McKinsey er spesielt utsatt for omdømmemessig risiko relatert til sikkerhet og miljø.

Vann-, sol- og vindprosjekter er alle eksponert for politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko, men McKinsey viser til at vannkraft er mer eksponert for disse risikotypene enn de øvrige teknologiene. Vannkraft oppgis av McKinsey til å være den teknologien med høyest omdømmemessig risiko på grunn av påvirkning på miljøet og sikkerhetsrisiko under etableringsfasen. Sol- og vindprosjekter er imidlertid mer eksponert for regulatorisk risiko, og særlig risiko for at rammebetingelsene fra myndighetene endrer seg i etterkant av investeringene.

I tiden frem mot 2030 venter McKinsey at både den teknologiske og den geografiske sammensetningen av markedet for fornybar energi vil endres. Det vil innebære en endring i risikoeksponeringen for investorer. Sol- og vindkraft forventes å utgjøre en større andel av markedet for fornybar energi, noe som medfører en reduksjon i risikoen knyttet til politiske, regulatoriske og omdømmemessige forhold. Samtidig vil veksten i fornybar energi være høyest i fremvoksende markeder, herunder Kina, der slik risiko antas å være størst.

¹ Meld. St. 23 (2015–2016) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2015* og Meld. St. 26 (2016–2017) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016*.

3.2.4 Norges Banks vurderinger av regulering og gjennomføring

Regulering i mandatet for forvaltningen

Norges Banks vurdering er at den operative gjennomføringen av investeringer i unotert infrastruktur har flere likhetstrekk med investeringer i unotert eiendom, herunder at strategien for unoterte investeringer ikke kan defineres gjennom en referanseindeks. Reguleringen av fondets investeringer i unotert eiendom gjenspeiler dette. For å legge til rette for at banken kan investere i unotert infrastruktur for fornybar energi på en måte som bedrer avkastnings- og risikoegenskapene til fondet totalt sett, mener banken at disse investeringene bør reguleres på samme måte som fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Det pekes også på at investeringene må tilordnes en egen portefølje.

Departementet har i forvaltningsmandatet åpnet for at fondets unoterte eiendomsportefølje kan investeres gjennom datterselskaper av Norges Bank, med høyere eierandel og i ulike typer finansielle instrumenter. Banken presiserer at dette bør videreføres for fondets investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi. Som for eiendom, mener banken det kan være hensiktsmessig, og for å sikre nødvendig fleksibilitet, at det gis mulighet til å eie mer enn 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i noterte infrastruktur selskap innenfor fornybar energi.

Norges Bank mener at den øvre rammen for de miljørelaterte mandatene bør økes for at banken skal kunne utnytte fondets særtrekk og gjennomføre unoterte infrastrukturinvesteringer på en kostnadseffektiv måte. Banken påpeker at rammen vil omfatte både noterte og unoterte investeringer, men at det på sikt kan være aktuelt at en vesentlig del av rammen brukes til investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi.

Norges Bank skriver at en mulig definisjon av infrastruktur for fornybar energi i forvaltningsmandatet kan være: «Med infrastruktur for fornybar energi menes grunn, fast eiendom og anlegg på grunn eller sjø som i hovedsak benyttes til eller planlegges å bli benyttet til produksjon, lagring, overføring og distribusjon av energi basert på fornybare energikilder.»

Departementet har lagt opp til at fondets investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi skal gjennomføres innenfor gjeldende ramme for avvik fra referanseindeksen på 1,25 prosentenheter.¹⁹ Banken viser til at forventet relativ volatilitet for fondets unoterte eiendomsinvesteringer beregnes basert på en representativ

tidsserie levert av en ekstern tjenesteleverandør, men gjør oppmerksom på at det i dag ikke finnes en tilsvarende tidsserie for unotert infrastruktur for fornybar energi. Banken vil på et senere tidspunkt fastsette en metode for beregning av relativ volatilitet for unotert infrastruktur for fornybar energi. Det følger av mandatet at denne skal godkjennes av departementet.

I mandatet for SPU er det fastsatt krav om at Norges Banks hovedstyre skal fastsette supplerende rammer for risiko som normalt ikke fanges opp i beregningen av relativ volatilitet. For fondets investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi skriver banken at det i første omgang kan være hensiktsmessig at hovedstyret fastsetter rammer for hvor mye som kan investeres i enkeltland, i fremvoksende markeder og i prosjekter under utvikling. Videre kan hovedstyret, som i dag, sette rammer for samlet gjeldsgrad og maksimal gjeldsgrad på enkeltinvesteringer, maksimal eierandel og for hvor stor andel av fondet en ekstern forvalter kan forvalte. Hovedstyret vil kunne stille ytterligere krav i forbindelse med fastsettelsen av strategiplanen og i investeringsmandatet til leder av kapitalforvaltningsenheten (NBIM).

Norges Bank mener det er naturlig at rapporteringskravene som i dag gjelder for fondets unoterte eiendomsinvesteringer også gjøres gjeldende for unoterte infrastrukturinvesteringer for fornybar energi. Banken legger til grunn at dagens særskilte krav til rapportering om fornybar energi i mandatet bortfaller.

Gjennomføring

Banken skriver at den i første rekke vil vurdere direkteinvesteringer som gjennomføres sammen med partnere. Mulige partnere kan være børsnoterte selskaper som fondet allerede er investert i og som ønsker å hente inn privat kapital for finansiering av enkeltprosjekter, andre investorer, finansielle institusjoner og multilaterale/regionale utviklingsbanker.

Videre viser banken til at fondets unoterte investeringer generelt vil medføre en høyere eierandel enn fondets noterte investeringer. Større eierandeler innebærer økt synlighet, men gir samtidig mer kontroll og bedre muligheter til å stille krav. For investeringer sammen med partnere vil fondets stemmerettigheter og andre eierrettigheter være regulert gjennom aksjonæravtaler.

¹⁹ Se brev fra Finansdepartementet til Norges Bank 22. juni 2018.

Banken understreker at den vil arbeide for at fondets eierinteresser er best mulig ivaretatt gjennom direkte styredeltagelse og kontraktene som inngås.

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en integrert del av forvaltningen. Bankens prinsipper for ansvarlig forvaltning er blant annet basert på FNs Global Compact, G20/OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Retningslinjene er relevante for både noterte og unoterte investeringer.

Banken skriver at den vil søke å identifisere all relevant risiko i forkant av hver investering gjennom grundige investeringsgjennomganger («due diligence»). Slike gjennomganger vil blant annet dekke regulatorisk risiko, miljørisiko, arbeids-, helse- og sikkerhetsstandarder, skatt, korrupsjonsrisiko og IT-sikkerhet, samt prosjektets bærekraft i bred forstand. Banken trekker frem rammeverket Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) i vurderinger av bærekraften for enkeltinvesteringer innen unotert eiendom. Rammeverket ble i 2016 utvidet til å inkludere unotert infrastruktur, og det vil over tid kunne tas i bruk av banken i dialogen med selskapene og i vurderingene av bærekraften i alle unoterte investeringer.

Norges Bank mener det er rimelig å anta at de interne forvaltningskostnadene for unotert infrastruktur vil være på om lag samme nivå som forvaltningskostnadene for fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Det vil være behov for noen nyansettelser, men investeringene vil ifølge banken kunne gjennomføres med vesentlig færre ansatte enn forvaltningen av de unoterte eiendomsinvesteringene. Banken vil prioritere å etablere kostnads-effektive løsninger og bygge videre på eksisterende kompetanse i forvaltningen. I den operative gjennomføringen vil det kunne trekkes på erfaringen fra fondets unoterte eiendomsinvesteringer. For vurderinger av teknisk og operasjonell risiko ved enkeltinvesteringer skriver banken at det vil være naturlig å benytte eksterne eksperter.

Norges Bank trekker frem at det er viktig at investeringene gjennomføres på en måte som beskytter fondets øvrige investeringer. I tråd med dette, og som for investeringene i unotert eiendom, legger banken opp til å gjennomføre investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi gjennom datterselskaper av Norges Bank. Det kan i mange situasjoner være hensiktsmessig å etablere datterselskap i Norge. Det understrekes imidlertid at hva som er en hensiktsmessig organisering vil kunne variere fra investering

til investering. Spørsmålet om lokalisering av datterselskaper må vurderes i hvert enkelt tilfelle.

Skatteimplikasjonene av unoterte infrastrukturinvesteringer i fornybar energi vil ifølge banken avhenge av den enkelte investering og må derfor vurderes i hvert enkelt tilfelle. Bankens skrivelser at vurderingen vil ta utgangspunkt i Norges Banks overordnede retningslinjer for håndtering av skatterisiko, samt sikre at alle gjeldende skatteregler overholdes og bygge på bredt aksepterte internasjonale skattestandarder.

Banken legger til grunn at departementet viderefører mandatkravet om at fondsmidlene kun kan investeres i unoterte selskaper og fondsstrukturer i land Norge har skatteavtale med. Det vises til at investeringer i unotert infrastruktur, så langt banken har kunnet avdekke, ikke vil reise vesentlige nye skatteutfordringer utover det en har erfaring med fra unotert eiendom. Det understrekes videre at investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi kan gjennomføres på en måte som ikke innebærer skatteeffekter på øvrige investeringer.

Norges Bank presiserer at den vil søke å gi samme detaljerte informasjon om investeringene i unotert infrastruktur for fornybar energi som for de unoterte eiendomsinvesteringene. Det vises til at muligheten til å dele informasjon om utviklingen i eventuelle investeringer må reguleres i private avtaler. Bankens fremhever at det som for unotert eiendom vil spesifiseres rapporteringskrav i avtalene med partnere og forvaltere som bidrar til informasjonsdeling i henhold til de kravene mandatet for forvaltningen stiller. I den offentlige rapporteringen vil avkastningen av investeringene i unotert infrastruktur for fornybar energi sammenlignes med relevante avkastningsmål, herunder avkastningen på verdipapirene som er solgt for å finansiere kjøpene. Bankens skriver at den vil bruke en rekke måltall og metoder for å analysere og beskrive risikoen i investeringene.

Ifølge Norges Bank vil fondets størrelse og begrensede likviditetsbehov kunne gi et fortrinn i prosjekter med stort kapitalbehov. Bankens skriver at investeringer i sol- og vindparker i dag fremstår som de mest aktuelle mulighetene, og at de fleste store prosjektene på disse områdene finnes i Europa og USA. I disse regionene er stadig flere prosjekter innenfor fornybar energi lønnsomme uten subsidier. Det vises videre til at det i tillegg er etablert rammeverk som legger til rette for langsiktige kraftavtaler med fastsatte priser. Denne utviklingen innebærer ifølge

Norges Bank noe lavere regulatorisk og politisk risiko. Markedsutviklingen innebærer samtidig at risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi har dreid i retning av risiko for endringer i kraftprisene og risiko mot sluttbrukere som har inngått avtaler om kjøp av kraft. Sammenlignet med regulatorisk og politisk risiko, mener banken at dette er eksempler på typer risiko som fondet kan være bedre egnet til å bære og banken har erfaring med å vurdere.

Oppsummert skriver Norges Bank at den vil tilnærme seg investeringsmulighetene og bygge kompetanse gradvis. Strategien for fondets unoterte infrastrukturinvesteringer for fornybar energi vil bli utviklet over tid og justert på grunnlag av erfaringer. Banken fremhever at det i første omgang vil være aktuelt å vurdere prosjekter med relativt lav markedsrisiko og operasjonell risiko i utviklede markeder.

3.2.5 Departementets vurderinger

Innledning

Finanskomiteen ba i forbindelse med behandlingen av fjorårets fondsmelding departementet komme tilbake til Stortinget med et konkret forslag til mandat for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi under miljømandatene, med krav til åpenhet, avkastning og risiko som for øvrige investeringer.²⁰ Komiteens flertall ba departementet vurdere om rammene for miljømandatene bør økes.

Departementet har mottatt oppdaterte data og vurderinger av markedet for unotert infrastruktur for fornybar energi fra Norges Bank og McKinsey. Vurderingene viser at markedet for slik infrastruktur er i endring. Statlig subsidiering har fått mindre betydning for lønnsomheten, og stadig flere prosjekter er lønnsomme uten subsidier. Denne utviklingen innebærer noe lavere regulatorisk og politisk risiko. Samtidig forventes det at betydelige beløp skal investeres fremover, noe som kan gjøre markedet interessant for institusjonelle investorer som SPU.

Det unoterte infrastrukturmarkedet utgjør en liten del av det globale kapitalmarkedet.²¹ Institusjonelle investorer som pensjonsfond og statlige

investeringsfond, og da særlig de store fondene, har imidlertid investert en større andel i unotert infrastruktur enn andre investorer. Ved utgangen av 2017 hadde de største fondene i undersøkelsen til CEM Benchmarking²² i gjennomsnitt om lag tre pst. av investeringene i unotert infrastruktur. Fornybar energi er ett av delmarkedene innenfor unotert infrastruktur. Det eksisterer lite informasjon om hvor mye institusjonelle investorer i gjennomsnitt investerer i dette delmarkedet. McKinsey anslår at den samlede markedsverdien av unotert infrastruktur for fornybar energi som vil være tilgjengelig for institusjonelle investorer ved utgangen av 2030 tilsvarer 1 100 mrd. amerikanske dollar.

Departementet har merket seg Norges Banks vurdering at investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi kan gjennomføres innenfor rammen av de miljørelaterte mandatene og at banken kan ha fortrinn sammenlignet med andre investorer. Departementet har videre merket seg at banken vil gå forsiktig frem og i første omgang vurdere å investere sammen med partnere i utviklede markeder, og i prosjekter med relativt lav markedsrisiko og operasjonell risiko. Departementet mener at bankens forslag til tilnærming, sammen med bankens opparbeidede kunnskap og erfaring fra investeringer i unotert eiendom, taler for at det er forsvarlig å åpne opp for unotert infrastruktur for fornybar energi innenfor et egnet rammeverk.

Overordnet regulering: Ikke del av referanseindeksen, men egen portefølje

Unotert infrastruktur for fornybar energi har flere likhetstrekk med investeringer i unotert eiendom og kan derfor reguleres om lag tilsvarende i mandatet fra departementet.²³ Det eksisterer ikke gode referanseindekser for unoterte investeringer slik som for noterte investeringer, noe som vanskeliggjør departementets mulighet til å vurdere avkastnings- og risikoegenskapene ved slike investeringer og til å fastsette en investeringsstrategi gjennom en indeks.

²⁰ Se Innst. 370 S (2017–2018).

²¹ I en rapport utarbeidet for departementet i 2015 anslø MSCI at andelen egenkapitalinvesteringer i unotert infrastruktur utgjorde 0,5 pst. av det globale kapitalmarkedet tilgjengelig for institusjonelle investorer. Det største unoterte markedet – eiendom – utgjorde til sammenligning 5,6 pst.

²² CEM Benchmarking Inc. (2018) *Investment cost effectiveness analyses, Norwegian Government Pension Fund Global, 2017*. Rapporten er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider.

²³ Finansdepartementet fastsatte 20. desember 2016 ny regulering av de unoterte eiendomsinvesteringene i SPU, med virkning fra 1. januar 2017. Reguleringen er omtalt i Meld. St. 26 (2016–2017) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016*.

Departementet legger, i samsvar med reguleringen av unotert eiendom, derfor ikke opp til å fastsette en egen referanseindeks eller et mål om hvor mye av fondet som skal investeres i unotert infrastruktur for fornybar energi. Det vil være opp til Norges Bank å bestemme nivået på og sammensetningen av investeringene i unotert infrastruktur innenfor de rammer departementet fastsetter i mandatet. Departementet legger videre opp til at eventuelle investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi vil måles mot et bredt sett av relevante avkastningsmål, herunder bankens finansiering av slike investeringer.

En tilsvarende regulering som for unotert eiendom innebærer videre at unotert infrastruktur for fornybar energi inkluderes i investeringsuniverset (begrenset til miljømandatene) og defineres som en egen portefølje, men inkluderes ikke i referanseindeksen. Departementet deler Norges Banks vurdering av at sentrale begreper bør defineres i mandatet, slik at det tydeliggjøres hvilke investeringer som kan inngå i denne porteføljen. Departementet legger opp til at infrastruktur for fornybar energi i mandatet defineres som:

«grunn, fast eiendom og anlegg på grunn eller sjø som i hovedsak benyttes til eller planlegges å bli benyttet til produksjon, overføring, distribusjon og lagring av fornybare energikilder».

En slik definisjon er i tråd med bankens forslag og vil gi banken mulighet til å utøve en viss grad av skjønn i tolkningen av hva som kan inngå i porteføljen. Enkelte prosjekter vil for eksempel kunne være avhengig av andre energikilder for å levere elektrisitet i perioder med høy etterspørsel eller begrenset produksjonskapasitet grunnet lokale værforhold. Fornybare energikilder kan derfor bli balansert med ikke-fornybare energikilder.

Nærmere om innramming av investeringene i unotert infrastruktur

Norges Banks avvik fra referanseindeksen styres først og fremst gjennom rammen for forventet relativ volatilitet på 1,25 prosentenheter. Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi vil trekke på denne rammen. Departementet legger opp til at rammen for avvik holdes uendret. Det innebærer at banken må prioritere investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi opp mot øvrige strategier som gir opphav til avvik fra referanseindeksen. Departementet viser til at banken vil utarbeide en metode for å beregne forventet relativ volatilitet for investeringer i unotert

infrastruktur for fornybar energi. Metoden skal godkjennes av departementet.

I likhet med reguleringen av unotert eiendom, legger departementet opp til at det fastsettes en øvre ramme for unoterte infrastrukturinvesteringer for fornybar energi. Det legges opp til at rammen settes til 2 pst. av investeringsporteføljen. I vurderingen av den øvre grensen for unotert infrastruktur for fornybar energi er det lagt vekt på at avkastningen av slike investeringer i perioder kan utvikle seg forskjellig fra noterte aksjer og obligasjoner. Norges Bank må derfor innrette forvaltningen mot en lavere andel enn 2 pst. for å unngå brudd med rammen og dermed salg av eiendeler i en situasjon med store og plutselige fall i verdien av de noterte investeringene. Samtidig vil rammen etter departementets syn gjøre det mulig for Norges Bank å innrette forvaltningen mot en andel unotert infrastruktur for fornybar energi som er stor nok til at det kan dras nytte av eventuelle stor-driftsfordeler i dette markedet.

Markedsverdien av de miljørelaterte mandatene skal i dag normalt være i intervallet 30–60 mrd. kroner. Departementet viser til bankens vurdering av at den øvre rammen for miljømandatene bør økes dersom den skal kunne utnytte fondets særtrekk og gjennomføre investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi på en kostnadseffektiv måte. Norges Bank vil kunne plassere fondsmidler i både noterte og unoterte aktiva innenfor rammen for særskilte miljørelaterte mandater. Departementet understreker at investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi utelukkende skal gjennomføres innenfor miljømandatene. Rammen for miljørelaterte mandater vil dermed begrense omfanget av slike investeringer.

Etter en samlet vurdering legger departementet opp til at øvre ramme for *normalt* omfang av miljømandatene økes fra 60 mrd. kroner til 120 mrd. kroner. Det tilsvarer om lag 1,5 pst. av fondets markedsverdi ved utgangen av 2018. Den nedre rammen, som innebærer elementer av særallokering av investeringsmidler, holdes uendret på 30 mrd. kroner. Departementet har merket seg at banken indikerer at det på sikt kan være aktuelt å benytte en vesentlig del av rammen for miljømandatene til investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi.

Departementet vil understreke at rammene for miljømandatene samlet og unotert infrastruktur for fornybar energi særskilt ikke er utformet med den hensikt å legge føringer på banken om at fondet *skal* investeres i unotert infrastruktur for fornybar energi, men for å gi banken tilstrekkelig fleksibilitet til å gjennomføre slike investeringer

dersom den finner det lønnsomt. Et intervall for miljømandatene er ment å synliggjøre at investeringsmulighetene og dermed omfanget av slike investeringer vil kunne variere over tid. Departementet vil samtidig gjøre oppmerksom på at særskilte mandater i utgangspunktet innebærer en restriksjon på Norges Banks aktive forvaltning og begrensninger på bankens muligheter til å skape meravkastning.

Som for investeringer i unotert eiendom, legges det i mandatet for SPU opp til at banken kan investere i unotert infrastruktur for fornybar energi globalt, med unntak av Norge. Det vil settes krav til grundige investeringsgjennomganger og til at hovedstyret skal fastsette supplerende risikorammer for unotert infrastruktur for fornybar energi, herunder rammer for investeringer i enkeltland, fremvoksende markeder og prosjekter under utvikling.

Tillatte instrumenter og eierandelsbegrensninger

Forvaltningsmandatet til Norges Bank åpner opp for at den unoterte eiendomsporteføljen kan investeres i eiendom gjennom datterselskap av Norges Bank og i ulike typer finansielle instrumenter, som unoterte aksjer, obligasjoner og fondskonstruksjoner. Det gir banken fleksibilitet i gjennomføringen av investeringene. Departementet deler bankens vurdering av at tilsvarende mandatsbestemmelse bør gjelde for porteføljen av unotert infrastruktur for fornybar energi.

SPU skal være en finansiell investor. Mandatet tillater derfor ikke banken å eie mer enn ti pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap. Det er gjort unntak for eierskap i noterte og unoterte eiendomsselskap. Departementet legger opp til tilsvarende unntak for investeringer i unoterte infrastrukturetselskaper innen fornybar energi. For investeringer i noterte infrastrukturetselskaper innen fornybar energi legges det ikke opp til å tillate eierandeler over ti pst. Departementet viser til at SPU skal være en finansiell investor i noterte markeder, samtidig som det på nåværende tidspunkt er et begrenset omfang av noterte infrastrukturetselskaper som utelukkende eller i hovedsak har virksomhet innen fornybar energi.

Intensjonsbeskrivelse, åpenhet og rapportering

Hva som utgjør miljørelaterte investeringer er per i dag ikke definert i forvaltningsmandatet fra departementet, men bestemmelsene i mandatet om rapportering krever at Norges Bank skal

beskrive og vurdere hvordan intensjonen med disse investeringene er ivaretatt. Intensjonen er imidlertid ikke nærmere presisert i mandatet, men ble beskrevet i fondsmeldingen våren 2009, se omtale i avsnitt 3.2.2.

Både Norges Bank og Finansdepartementet har tidligere vist til at det er krevende å tallfeste miljøeffekter av de miljørelaterte mandatene, se blant annet omtale i fondsmeldingene våren 2011 og våren 2014.²⁴ Det er samtidig blitt pekt på at selskapene og prosjektene fondet investeres i, vil kunne ha ulike positive miljøeffekter, det være seg direkte i form av reduserte CO₂-utslipp eller mer indirekte gjennom utvikling av ny teknologi.²⁵ I innstillingen til fondsmeldingen våren 2011²⁶ uttalte finanskomiteen at «flertallet har forståelse for vanskelighetene med presis rapportering på miljøeffektene av disse investeringene. Åpen kommunikasjon om kriterier for investeringene innenfor programmet i tillegg til avkastning, vil være et bidrag til dette.»

Departementet legger etter en samlet vurdering opp til at intensjonen med de særskilte miljørelaterte mandatene fremover skal ivaretas ved at nærmere krav til slike investeringer fastsettes i forvaltningsmandatet. Det legges opp til en definisjon i tråd med omtalen i fondsmeldingen våren 2009:

«Investeringene skal rettes mot miljøvennlige eiendeler eller teknologi, herunder klimavennlig energi, energieffektivisering, karbonfangst og lagring, vanntechnologi og håndtering av avfall og forurensning.»

Det innebærer etter departementets syn at kravet i forvaltningsmandatet om at Norges Bank skal beskrive og vurdere hvordan intensjonen med investeringene ivaretas er overflødig, og kan tas ut.

Mandatet fra Finansdepartementet angir et generelt krav om størst mulig grad av åpenhet innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget. Det er videre fastsatt en rekke rapporteringskrav, herunder særskilte krav til rapportering om den unoterte eiendomsporteføljen. Departementet mener det vil være naturlig at rapporteringskravene som i dag gjelder for fondets unoterte eiendomsinves-

²⁴ Meld. St. 15 (2010–2011) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010* og Meld. St. 19 (2013–2014) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013*.

²⁵ Se brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 21. november 2014.

²⁶ Innst. 436 S (2010–2011).

teringer, også gjøres gjeldende for unoterte infrastrukturinvesteringer for fornybar energi. Departementet har merket seg at Norges Bank vil søke å gi samme detaljerte informasjon om eventuelle investeringer i unoterte infrastruktur som for de unoterte eiendomsinvesteringene.

Departementet legger i tillegg opp til at rapporteringskravene for miljømandatene utvides, herunder krav om at banken skal beskrive hvilke investeringer som inngår i mandatene og kriterier for valg av disse. Det legges også opp til at banken skal rapportere om avkastning og risiko for miljømandatene samlet, samt brutt ned på aksjer, obligasjoner og eventuelle investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi. Kravet i mandatet om at banken skal rapportere særskilt om fornybar energi, vil etter departementets syn bli ivaretatt med utvidede krav til rapportering om miljømandatene generelt og unotert infrastruktur for fornybar energi spesielt, og kan dermed tas ut.

Videre prosess

Departementet vil i etterkant av Stortingets behandling av fondsmeldingen utarbeide utkast til konkrete bestemmelser i mandatet for SPU og forelegge disse for Norges Bank. Det tas sikte på at endringene kan tre i kraft senest 1. januar 2020.

3.3 Nye bestemmelser om tilbakevekting av aksjeandelen

3.3.1 Innledning

Investeringsstrategien for SPU er fastsatt i forvaltningsmandatet gitt til Norges Bank, som blant annet definerer en fast, strategisk fordeling mellom aksjer og obligasjoner. Stortinget sluttet seg i juni 2017 til at den strategiske aksjeandelen i SPU skal økes til 70 pst., se Innst. 357 S (2016–2017). Den strategiske aksjeandelen gir uttrykk for et risikonivå som er akseptabelt for eier, og gjenspeiler et mål om fordelingen mellom de to aktivaklassene. I den faktiske referanseindeksen vil imidlertid aksjeandelen variere som følge av forskjeller i kursutviklingen for aksjer og obligasjoner. Slike forskjeller kan endre avkastnings- og risikoegenskapene i referanseindeksen sammenlignet med det som er lagt til grunn for den strategiske aktivafordelingen. Det er derfor fastsatt bestemmelser om *når* og *hvordan* aksjeandelen skal justeres tilbake mot den strategiske fordelingen. Aksjeandelen tilbakevektes gjennom handel med verdipapirer, og måten dette gjøres på har betydning for både avkastning og kostnader.

Tilbakevekting av aksjeandelen er en del av fondets langsiktige investeringsstrategi. Strategien er forankret i Stortinget, se fondsmeldingen våren 2012²⁷, Innst. 361 S (2011–2012) og Nasjonalbudsjettet 2013. Formålet med tilbakevekting er å sikre at referanseindeksen over tid ikke avviker vesentlig fra den strategiske fordelingen mellom aksjer og obligasjoner. Tilbakevekting kan også bidra til å øke fondets avkastning gjennom at eventuelle variasjoner i risikopremien i aksjemarkedet utnyttes. Disse hensynene må avveies mot hensynet til transaksjonskostnader.

I 2012 ble det besluttet at tilbakevekting skal igangsettes når aksjeandelen er mer enn fire prosentenheter høyere eller lavere enn den strategiske fordelingen, jf. §1-6 fjerde ledd i mandatet for forvaltningen av SPU. Tilbakevektingen er avsluttet når aksjeandelen i referanseindeksen er bragt tilbake til den strategiske fordelingen. Det er utarbeidet nærmere bestemmelser for *hvordan* tilbakevektingen skal gjennomføres, men disse er unntatt offentlighet for å unngå at fondet påføres kostnader ved at andre aktører i finansmarkedene utnytter informasjon om Norges Banks handelsmønstre.

Finansdepartementet ba i brev 9. juni 2017 Norges Bank om å analysere og vurdere behovet for å endre bestemmelsene om tilbakevekting når ny strategisk aksjeandel på 70 pst. er etablert i referanseindeksen. Flere forhold tilsa en ny vurdering av disse bestemmelsene. Fondsverdien har økt markert siden 2012 og handelsvolumene ved tilbakevekting er derfor blitt større. Det kan føre til økte kostnader ved at handlene påvirker markedsprisene ugunstig. Videre kan kostnadene ved tilbakevekting nå være større som følge av at fondet i mindre grad kan utnytte løpende tilførsler, som er vesentlig lavere enn tidligere, målt som andel av fondet. Når tilførsler (og uttak) benyttes til å justere aksjeandelen ved tilbakevekting, reduseres handelsvolumene som følger av selve tilbakevektingen. Beslutningen om å øke aksjeandelen fra 62,5 pst. til 70 pst. har også betydning, og vil gi færre forventede tilbakevektinger siden forskjellene i avkastning mellom aksjer og obligasjoner da må være større før en tilbakevekting utløses.

Departementet utdypet i brev 5. mars 2018 bestillingen til Norges Bank. Norges Bank har i brev 28. august 2018 gjort rede for sine analyser og vurderinger.

²⁷ Meld. St. 17 (2011–2012) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011*.

3.3.2 Norges Banks råd

Norges Bank har vurdert hvordan ulike bestemmelser om tilbakevektning påvirker transaksjonskostnadene og størrelsen på avvikene mellom aksjeandelen i referanseindeksen og den strategiske fordelingen. Banken peker i brevet på at aksjeandelen vil ligge tettere opp mot den strategiske vekten dersom tilbakevektning utløses ved mindre avvik enn i dag. Det gir imidlertid hyppigere tilbakevektning og høyere transaksjonskostnader. En mulighet til å redusere transaksjonskostnadene er å tilbakevekte mer gradvis, slik at dette gjennomføres over et lengre tidsrom.

Banken anbefaler at tilbakevektning igangsettes når aksjeandelen avviker med mer enn to prosentenheter fra den strategiske vekten, mot fire prosentenheter i dag. Samtidig foreslår banken at gjennomføringen av tilbakevektningen skal skje mer gradvis enn med dagens bestemmelser. Banken peker på at både transaksjonskostnadene og avviket fra den strategiske aksjeandelen kan reduseres med en slik kombinasjon. Når tilbakevektningen skjer oftere og over et lengre tidsrom, blir den også i større grad en del av den ordinære forvaltningen hvor overføringer til eller fra fondet kan benyttes i gjennomføringen. Det kan redusere transaksjonskostnadene ytterligere. Banken trekker også frem at den i årene etter finanskrisen har erfart at det er blitt mer utfordrende å gjennomføre større handler uten å påvirke markedsprisene.

I vurderingen av hvordan tilbakevektning kan påvirke forventet avkastning, skriver banken at tilbakevektning gir investeringsstrategien et visst motsyklisk trekk ved at banken kjøper den aktivaklassen hvor avkastningen har vært relativt lav, og selger den aktivaklassen hvor avkastningen har vært relativt høy siden forrige tilbakevektning. Samtidig er realiserte avkastningsforskjeller mellom aksjer og obligasjoner ikke nødvendigvis en god indikator for avkastning fremover. Bankens forslag til tilbakevektingsregler er derfor basert på en avveing av lave transaksjonskostnader og hensynet til å holde vektene nær den strategiske fordelingen.

3.3.3 Departementets vurderinger

Departementet viser til at tilbakevektning av aksjeandelen i SPU er en del av investeringsstrategien for fondet. Siden gjeldende bestemmelser ble fastsatt i 2012, er det blitt mer krevende å gjennomføre tilbakevektning til lave kostnader. Norges Bank peker på at det er mer utfordrende å

handle store beløp uten å påvirke markedsprisene ugunstig, samtidig som beløpene ved tilbakevektning har økt med den sterke veksten i fondets kapital. Mulighetene til å redusere kostnadene ved å justere aksjeandelen med tilførsler og uttak fra fondet er også redusert. Dette tilsier etter departementets vurdering at det er behov for å justere bestemmelsene.

Kostnadene kan reduseres ved å tilbakevekte mer gradvis. Når handlene strekkes ut over tid, reduseres de daglige handelsvolumene og risikoen for å påvirke markedsprisene ugunstig. Det gir også bedre muligheter til å justere aksjeandelen ved å bruke de løpende tilførselene til fondet. Det vil samtidig innebære at det kan ta lengre tid å justere aksjeandelen, og avviket mellom referanseindeksen og den strategiske fordelingen øker. Departementet er derfor enig med Norges Bank i at tilbakevektningen bør starte tidligere enn i dag, og foreslår at tilbakevektning skal starte når avviket er to prosentenheter, mot fire prosentenheter i dag. Det gir oftere tilbakevektninger og øker kostnadene noe, men bankens beregninger viser at de samlede transaksjonskostnadene alt i alt reduseres.

På denne bakgrunn legger departementet opp til å endre mandatets §1-6 fjerde ledd om tilbakevektning av aksjeandelen. Endringen innebærer at tilbakevektning skal utløses når aksjeandelen avviker med mer enn to prosentenheter fra den strategiske vekten på 70 pst. Tilbakevektning skal også gjennomføres mer gradvis enn tidligere. De detaljerte bestemmelsene om dette er unntatt offentlighet, jf. ovenfor. Departementet har i den samlede vurderingen lagt mer vekt på kostnader og avvik fra strategisk vekt, enn vurderinger av forventet avkastning. Det må ses i sammenheng med at anslag på forventet avkastning er mer usikre.

3.4 Rammeverk og referanseindeks for aksjer

Departementet har startet et arbeid med å gjennomgå rammeverket og referanseindeksen for aksjainvesteringene, herunder den geografiske fordelingen av indeksen. Referanseindeksen for aksjer skal ivareta viktige hensyn ved investeringsstrategien, slik som bred spredning av risiko og høsting av risikopremier. Regelmessige gjennomganger av referanseindeksen bidrar til at sammensetningen er tilpasset fondets formål og særtrekk, samt gjenspeiler ny kunnskap og utviklingstrekk i aksjemarkedene.

Finansdepartementet har i brev 6. november 2018 bedt Norges Bank om råd og vurderinger av sammensetningen av fondets referanseindeks for aksjer. Banken er blant annet bedt om å vurdere regionfordelingen i referanseindeksen, redegjøre nærmere for særtrekk ved og risiko- og avkastningsegenskaper i fremvoksende markeder og for fondets erfaringer med investeringer i disse markedene. Det er også åpnet for at banken kan vurdere valg av indeksleverandør.

Som del av arbeidet har departementet videre bedt konsultentselskapet og indeksleverandøren MSCI utarbeide en rapport med analyser av utviklingstrekk i aksjemarkedet og konsekvenser av ulike geografiske sammensetninger for avkastning og risiko.

Med bakgrunn i de pågående vurderingene tas det ikke inn nye markeder i fondets aksjeindeks før det er tatt en beslutning om sammensetningen av denne.

Departementet tar sikte på å legge frem vurderinger av rammeverket for og sammensetningen av aksjeindeksen i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2020.

3.5 Innfasing av ny aksjeandel i referanseindeksen

I meldingen om Statens pensjonsfond som ble lagt frem våren 2017²⁸, la Regjeringen opp til å øke aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU fra 62,5 pst. til 70 pst. Stortinget sluttet seg til dette, se Innst. 357 S (2016–2017). I Nasjonalbudsjettet 2018 orienterte Finansdepartementet om at det i samråd med Norges Bank er fastsatt en plan for hvordan opptrappingen av høyere aksjeandel skal gjennomføres. Departementet har lagt vekt på at bestemmelsene om innfasing skal være etterprøvbare og at planen kan gjennomføres til lave kostnader. Innfasingsplanen tar hensyn til at den fremtidige utviklingen i finansmarkedene er usikker. Etter som planen inneholder markedssensitiv informasjon er den unntatt offentlighet. Departementet vil orientere Stortinget nærmere om innfasingen når denne er gjennomført.

3.6 Investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering

Mandatet for forvaltningen av SPU åpner for at Norges Bank kan investere fondets aksjeportefølje i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass (unoterte selskaper som søker børsnotering).

I fjorårets fondsmelding²⁹ vurderte Finansdepartementet om Norges Bank bør gis anledning til å investere SPU i aksjer i unoterte selskaper på generelt grunnlag. Departementet pekte blant annet på at en generell åpning vil kunne gi banken flere investeringsmuligheter i den aktive forvaltningen, men samtidig at denne typen investeringer vil kunne påvirke fondets omdømme og utfordre sentrale kjennetegn ved dagens forvaltningsmodell, som åpenhet, lave kostnader og vektlegging av systematisk risiko i noterte markeder. Det ble også pekt på at unoterte aksjeinvesteringer generelt er mer komplekse og krever en annen kompetanse enn noterte aksjeinvesteringer, samtidig som det stilles høye krav til styringsstruktur og ansvarlinjer. Etter en samlet vurdering la departementet opp til ikke å åpne for investeringer i unoterte aksjer i SPU på generelt grunnlag. Stortinget sluttet seg til dette, se Innst. 370 S (2017–2018).

Finansdepartementet viste i forbindelse med vurderingen våren 2018 til at en i dialogen med Norges Bank ville følge opp dagens adgang til å investere SPU i unoterte selskaper som søker børsnotering. Slike aksjeinvesteringer er i mandatet fra Finansdepartementet i dag underlagt samme regulering som investeringer i noterte aksjer.

Finansdepartementet har i brev 27. mars 2019³⁰ bedt Norges Bank om å gjøre rede for erfaringer med SPUs investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering, samt hvilke rammeverk som er etablert i ulike deler av bankens styringsstruktur for slike investeringer, herunder eventuelle avgrensninger, rammeverk for risiko-styring og investeringsgjennomganger. Banken er videre bedt om å gjøre rede for kriterier som legges til grunn for investeringsbeslutninger i unoterte selskaper som søker børsnotering, og hvordan den håndterer situasjoner der selskaper SPU investeres i, eventuelt ikke børsnoteres.

Som ledd i dialogen har Finansdepartementet videre bedt Norges Bank vurdere om dagens

²⁸ Meld. St. 26 (2016–2017) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016*.

²⁹ Meld. St. 13 (2017–2018) *Statens pensjonsfond 2018*.

³⁰ Brevet er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider.

regulering av investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering bør endres. Banken er blant annet bedt om å gjøre rede for i hvilken grad SPU i dag deltar i offentlige emisjoner ved nye børsnoteringer og om banken mener adgangen til å investere fondet i selskaper på et tidligere tidspunkt bidrar til en effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget. Banken er videre bedt om å belyse avkastnings- og risikoegenskaper ved investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering, herunder sammenlignet med deltakelse i offentlige emisjoner.

3.7 Interne referanseindekser

Finansdepartementet har siden 2009 gjennomgått Norges Banks forvaltning av SPU i begynnelsen av hver stortingsperiode, senest i fjorårets fondsmelding³¹. Målet med slike gjennomganger er å bidra til åpenhet og innsikt i Norges Banks operative gjennomføring av fondets investeringsstrategi og mandatet for forvaltningen som er fastsatt av Finansdepartementet. Som ledd i arbeidet med fjorårets gjennomgang, mottok departementet flere eksterne vurderinger, blant annet fra en ekspertgruppe (Dahlquist og Ødegaard) og Norges Bank. Finansdepartementet skrev i sin vurdering at departementet har merket seg at ekspertgruppen anbefaler mer åpenhet om fastsettelsen og implementering av bankens interne referanseindekser.

I mandatet for forvaltningen av SPU fremgår det at banken skal fastsette prinsipper for verdilvurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko som minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Det er videre stilt krav om at det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget, og at den offentlige rapporteringen skal gi en rettvise og utfyllende oversikt over hvordan banken løser forvaltningsoppdraget, herunder de valg og prioriteringer banken gjør, resultater som oppnås og hvordan rammene gitt i mandatet utnyttes.

Referanseindeksen for SPU som er fastsatt av Finansdepartementet består av en aksjeindeks og en obligasjonsindeks. Norges Bank kan i tillegg til aksjer og obligasjoner investere fondsmidlene i unotert eiendom. Videre benytter banken flere ulike strategier i den operative gjen-

nomføringen av forvaltningen av fondet. Som del av dette, utarbeider banken blant annet egne, interne referanseindekser som brukes som målestokk for avkastning og risiko av strategiene. De interne referanseindeksene brukes også som et utgangspunkt for resultatavhengig godtgjøring av bankens interne og eksterne forvaltere. For eiendomsinvesteringer utarbeider banken en intern referanseindeks (såkalt finansiering) basert på utvalgte aksjer og obligasjoner fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

Departementet har på denne bakgrunn bedt Norges Banks representantskap om å vurdere en gjennomgang (attestasjonsoppdrag) av bankens rammeverk for fastsettelse og implementering av interne referanseindekser, herunder også finansiering av eiendomsinvesteringer. Departementet mener at gjennomgangen bør belyse prosesser, styringsstruktur og uavhengighet i ansvarsforhold for fastsettelse av de interne referanseindeksene, avkastningsmåling samt styring, måling og kontroll av risiko forbundet med bruk av disse. Gjennomgangen bør også belyse bankens rapportering om de interne referanseindeksene.

3.8 Energiaksjer

Finansdepartementet la 8. mars 2019 frem stortingsmeldingen *Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland*³². Bakgrunnen for departementets vurderinger i meldingen er råd og vurderinger fra Norges Bank og en ekspertgruppe, samt den offentlige høringen av disse.

Norsk økonomi er sårbar for et varig fall i oljeprisen, såkalt oljeprisrisiko. Sammenlignet med en formue plassert utelukkende på den norske kontinentalsokkelen, er det med etableringen av SPU oppnådd betydelig risikospredning ved å omplassere store olje- og gassverdier til en bredt sammensatt finansformue i utlandet. Det finanspolitiske rammeverket innebærer videre at bruken av oljeinntekter er frikoblet fra opptjeningen av dem. Det skjermer finanspolitikken og fastlandsøkonomien fra utviklingen i usikre petroleumsinntekter, og gir høy evne til å bære oljeprisrisikoen i de gjenværende ressursene.

I meldingen pekes det på at å ta energisektoren ut av SPU vil kunne bidra til å redusere olje-

³¹ Meld. St. 13 (2017–2018) *Statens pensjonsfond 2018*.

³² Meld. St. 14 (2018–2019) *Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland*.

prisrisikoen for norsk økonomi ytterligere, men at den økonomiske betydningen fremstår som begrenset. Videre består energisektoren i fondets referanseindeks av mer enn 300 internasjonale energiselskaper, og favner energivirksomhet i bred forstand. Sektoren omfatter blant annet oppstrømselskaper, integrerte olje- og gasselskaper med virksomhet i hele verdikjeden og rendyrkede selskaper innen infrastruktur for fornybar energi.

I meldingen legges det opp til å ta selskaper indeksleverandøren FTSE Russell klassifiserer som oppstrømselskaper³³ ut av fondets referanseindeks og investeringsunivers. Dette er selskaper som i henhold til indeksleverandørens klassifisering har hoveddelen av sine inntekter fra oppstrøms olje- og gassvirksomhet. Oppstrømsaktiviteter omfatter leting og produksjon av olje og gass. Tiltaket vil bidra til å redusere konsentrasjonsrisikoen knyttet til denne type virksomhet i norsk økonomi. De gjenværende petroleumsressursene består i hovedsak av fremtidige skatteinntekter fra oljeselskapenes virksomhet på norsk sokkel og inntekter fra statens direkte eierskap i olje- og gassfelter. Netto overskuddsbeskatning og feltandeler gjør at statens inntekter i utgangspunktet følger lønnsomhet i oppstrømsvirksomhet.

Norges Bank vil med forslaget ikke lenger kunne investere SPU i disse selskapene. Utfasingen vil skje over tid og etter nærmere regler fastsatt av Finansdepartementet i samråd med banken, etter at Stortinget har behandlet meldingen.

Vurderingen om å ta oppstrømselskaper ut av SPU gjenspeiler i likhet med Norges Banks råd ikke et bestemt syn på oljepris, fremtidig lønnsomhet eller bærekraft i petroleumssektoren. I meldingen om energiaksjer er det for øvrig lagt opp til å vurdere erfaringene med treffsikkerheten av å ta oppstrømselskaper ut av fondet for å redusere oljeprisrisiko, basert på utviklingen i sammensetningen av energisektoren over tid.

Klimarisiko er en viktig finansiell risikofaktor for SPU. Klimaendringer, klimapolitikk og virkninger av disse på den teknologiske utviklingen vil på sikt kunne ha betydning for flere av selska-

pene fondet er investert i, herunder i energisektoren. Klimarisiko må derimot vurderes og håndteres på selskapsnivå. I meldingen om energiaksjer i SPU har departementet lagt opp til å be Norges Bank om å gjennomgå sitt arbeid med klimarisiko i fondet, herunder vurdere klimarisikoen ved alle investeringer i enkeltelskaper – både i aksje- og obligasjonsporteføljen – med sikte på å styrke arbeidet overfor de enkeltelskapene med størst bidrag til klimarisikoen i fondet.

3.9 Styrket styringsstruktur for forvaltningen

I 2015 satte regjeringen ned et utvalg som blant annet skulle gjennomgå styringsstrukturen for Norges Bank. Utvalgets mandat ble senere utvidet til å omfatte en vurdering av alternative styringsmodeller for SPU. Utvalget overleverte i juni 2017 sin utredning³⁴. Utvalget foreslo blant annet å skille ut forvaltningen av SPU fra Norges Bank og legge denne til et eget særlovselskap. Høringsinstansene hadde ulike syn på dette forslaget.

Regjeringen mener det er viktig med god forankring og bred enighet om hvordan Norges Bank og forvaltningen av SPU skal organiseres og styres og la i oktober 2018 derfor frem en egen melding³⁵ for Stortinget. I meldingen la regjeringen opp til at Norges Bank fortsatt skal være operativ forvalter av SPU. Samtidig fulgte regjeringen opp utvalgets forslag om en ny og mer moderne styringsstruktur for banken, hovedsakelig ved at det etableres en komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet. Komiteen skal beslutte styringsrenten og gi råd om blant annet mot-syklisk kapitalbuffer. Da kan styrets kapasitet og kompetanse tilpasses bankens øvrige sentralbankoppgaver, særlig forvaltningen av SPU. Regjeringen gikk videre inn for at representantskapet beholdes som Stortingets kontroll- og tilsynsorgan.

Stortingets behandling av meldingen viser at det er bred oppslutning om at forvaltningen av SPU bør forbli i Norges Bank, se Innst. 165 S (2018–2019). Et viktig hensyn det er vist til er at det er bred tillit til banken som institusjon. Det er også bred oppslutning om at det bør opprettes en egen komité for pengepolitikk og finansiell stabili-

³³ Selskaper som av FTSE Russell klassifiseres i undersektoren «0533 Exploration & Production». Ved utgangen av 2018 inngikk i overkant av 130 selskaper klassifisert i denne undersektoren i referanseindeksen for SPU, med en samlet indeksverdi på om lag 70 mrd. kroner. Fra 1. juli 2019 har FTSE Russell lagt opp til en mer finmasket inndeling av den berørte undersektoren, se meldingen om energiaksjer i SPU.

³⁴ NOU 2017: 13 *Ny sentralbanklov. Organiseringen av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland.*

³⁵ Meld. St. 7 (2018–2019) *Om ny sentralbanklov.*

tet. Det er viktig med et godt og stabilt rammeverk for Norges Bank. Den brede oppslutningen i Stortinget legger til rette for dette.

Regjeringen vil komme tilbake til Stortinget våren 2019 med en proposisjon om ny sentralbanklov.

3.10 Organiseringen av investeringene i unotert eiendom

Norges Bank uttalte i brev til Finansdepartementet 15. september 2016 at den ønsker å etablere en holdingstruktur i Norge, og at formålet særlig er å forenkle styring og kontroll av investeringene i unotert eiendom. Banken peker på at etablering av en norsk holdingstruktur vil legge til rette for en god og oversiktlig rapporteringsstruktur internt, og vil være mer i tråd med Norges Banks sentraliserte styringsmodell hvor viktige beslutninger i forvaltningen av SPU tas i Norge.

I forbindelse med Stortingets behandling av fondsmeldingen våren 2018³⁶ ble det pekt på viktigheten av at denne prosessen ikke trekker ut, se Innst. 370 S (2017–2018).

³⁶ Meld. St. 13 (2017–2018) *Statens pensjonsfond 2018*.

Saken reiser komplekse problemstillinger som må utredes før Norges Bank kan beslutte hvordan investeringene i unotert eiendom i SPU skal organiseres. En problemstilling er skatteposisjonen til selskaper som inngår i en norsk holdingstruktur. I forbindelse med Revidert nasjonalbudsjett 2017 vedtok Stortinget skattefritak for passiv avkastning i SPU som blir opptjent i selskap som er heleid direkte eller indirekte av Norges Bank, se Prop. 130 LS (2016–2017). En annen problemstilling er valg av metode for å flytte dagens eierskap til unoterte eiendomsinvesteringer hjem fra utenlandske holdingsselskap til et norsk holdingselskap. Det pågår et arbeid i EU for å forenkle slike prosesser innen EU-området som vil kunne få betydning også for Norges Banks valg av metode for hjemflytting av selskaper³⁷. Nærings- og fiskeridepartementet følger utviklingen i dette arbeidet i EU og har ansvar for å implementere eventuelle endringer i norsk selskapslovgivning.

Finansdepartementet følger prosessen tett og vil komme tilbake med vurderinger og orientering ved relevant utvikling i saken.

³⁷ Jf. COM/2018/241 final – 2018/0114 (COP). 13. mars 2019 ble Europaparlamentet og medlemsstatene enige om en foreløpig avtale som gjør det enklere for selskaper innen det indre marked å flytte, fusjonere og fisjonere. Samtidig tar regelverket sikte på å hindre misbruk slik som skatteflukt, og ivareta blant annet ansattes rettigheter.

4 Statens pensjonsfond Norge: strategi og resultater

4.1 Dagens investeringsstrategi

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge (SPN) basert på et mandat fra Finansdepartementet. Målet for forvaltningen av SPN er høyest mulig avkastning etter kostnader og målt i norske kroner, til akseptabel risiko. Avkastningen av SPN overføres ikke til statskassen, men legges løpende til kapitalen.

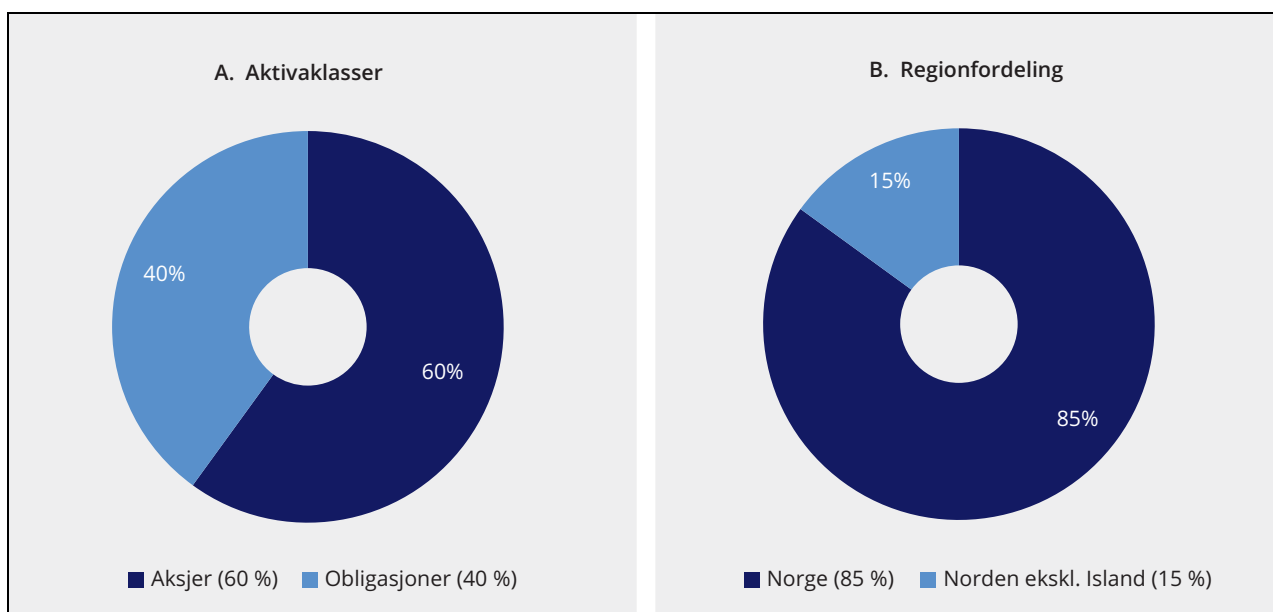
Investeringsstrategien for SPN fremgår av mandatet fra Finansdepartementet, og er uttrykt blant annet gjennom referanseindeksen og risikorammer. Den strategiske referanseindeksen for SPN er sammensatt av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. Referanseindeksen har en andel på 85 pst. i Norge og 15 pst. i Norden for øvrig utenom Island, se figur 4.1.

Særtrekk ved SPN, som størrelse og langsiktighet, skiller fondet fra mange andre investorer i det norske og nordiske kapitalmarkedet. Størrelsen gir mulighet til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. Samtidig innebærer fondets relative størrelse i det norske kapitalmarkedet at det er krevende å gjøre store endringer i sammensetningen

av investeringene i løpet av kort tid. En lang tids-horisont legger til rette for å utnytte langsiktige forvaltningsstrategier, som å opptre motsyklisk og høste tidsvarierende risikopremier. I mandatet er det pekt på at god avkastning på lang sikt blant annet er avhengig av velfungerende og effektive markeder. Folketrygdfondet skal integrere arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet i forvaltningen av SPN. Folketrygdfondets ansvarlige forvaltning av SPN er omtalt i avsnitt 6.2.

Bestemmelser om tilbakevektning (rebalansering) er en del av investeringsstrategien for SPN. Tilbakevektning innebærer at fondet kjøper seg opp i den aktivaklassen som har hatt svakest verdiutvikling for å opprettholde den faste fordelingen mellom aksjer og obligasjoner spesifisert i mandatet. For å unngå markedspåvirkning, samt å sikre en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget, er de detaljerte bestemmelsene om tilbakevektning unntatt offentlighet.

I mandatet fra Finansdepartementet er det åpnet for at Folketrygdfondet kan avvike fra referanseindeksen innenfor gitte risikorammer. Formålet med å tillate avvik er å sikre en kostnads-



Figur 4.1 Strategisk referanseindeks for SPN. Prosent

Kilde: Finansdepartementet.

effektiv gjennomføring av forvaltningen og å oppnå meravkastning over tid. Adgangen til å avvike fra indeksen er begrenset gjennom en ramme for forventet relativ volatilitet, fastsatt til 3 prosentenheter. Forventet relativ volatilitet sier noe om hvor mye avkastningen av SPN normalt vil kunne ventes å avvike fra referanseindeksen. I tillegg til ramme for forventet relativ volatilitet er det fastsatt supplerende risikorammer for forvaltningen.

Mandatet for SPN åpner for investeringer i unoterte selskaper i de tilfeller hvor selskapets styre har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert markedsplass. Det er ingen generell adgang til å investere fondsmidlene i unoterte eiendeler som eiendom og infrastruktur.

4.2 Resultater

4.2.1 Markedsutvikling

Norske børsnoterte selskaper hadde samlet sett en svak verdiutvikling i 2018. Hovedindeksen ved Oslo Børs falt 1,8 pst. Sammenlignet med andre markeder var likevel avkastningen i det norske aksjemarkedet relativt høy. Det var svak verdiutvikling i de øvrige nordiske aksjemarkedene hvor SPN er investert. Målt i lokal valuta falt aksjemarkedene i Danmark, Sverige og Finland med henholdsvis 10,2 pst., 4,6 pst og 2,5 pst.¹

Renten på norske statsobligasjoner med lang tid til forfall økte noe i 2018. Ved utgangen av fjoråret var renten på norske tiårige statsobligasjoner

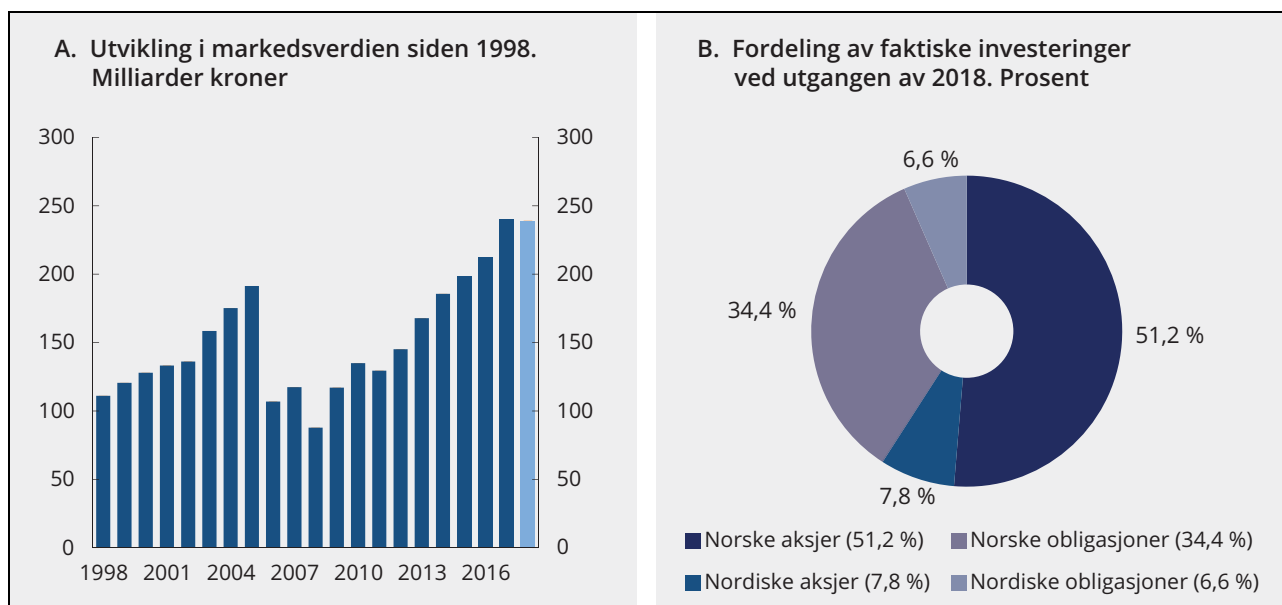
om lag 1,8 pst. Rentene på tilsvarende obligasjoner utstedt av Danmark, Finland og Sverige var på samme tidspunkt i intervallet 0,2–0,6 pst., etter å ha falt gjennom året. Private selskaper må normalt betale en høyere rente enn stater for å låne penger. Differansen kalles kredittpåslag og økte i 2018, spesielt for obligasjonslån utstedt av industriselskaper, banker og finansforetak.

4.2.2 Markedsverdi

SPN hadde ved utgangen av 2018 en markedsverdi på 239 mrd. kroner, se figur 4.2A. Det er 1 mrd. kroner lavere enn verdien ved inngangen til året, etter fradrag for forvaltningskostnader. Fondets aksjeportefølje hadde på samme tid en markedsverdi på om lag 141 mrd. kroner, hvorav aksjer i norske selskaper utgjorde 122 mrd. kroner og aksjer i de øvrige nordiske landene 19 mrd. kroner. Obligasjonsporteføljen hadde en verdi på om lag 98 mrd. kroner, fordelt med 82 mrd. kroner i obligasjoner fra utstedere i Norge og nærmere 16 mrd. kroner i obligasjoner fra utstedere i andre nordiske land.² Fordelingen av investeringene ved utgangen av 2018 er vist i figur 4.2B.

¹ Avkastningen av det danske, finske og svenske aksjemarkedet tar utgangspunkt i henholdsvis OMXCB-, OMXHB- og OMXSB-indeksen.

² Nettoverdien av obligasjonsporteføljen inkluderer også rente- og valutasikringer, sikkerhetsstillelser, likviditet og mottatt kontantsikkerhet fra verdipapirutlån. Disse er medregnet i verdien av obligasjoner fra utstedere i Norge.



Figur 4.2 Markedsverdien av SPN siden 1998 og fordeling av investeringer ved utgangen av 2018¹

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

Tabell 4.1 Avkastning av SPN i 2018, siste 3, 5, 10 og 20 år, samt i perioden 2007–2018, målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2018	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	2007–2018	Siste 20 år
<i>SPN</i>						
Portefølje	-0,36	6,50	7,41	10,62	7,01	7,57
Referanseindeks	-1,12	5,70	6,41	10,15	5,98	7,04
Meravkastning (prosentenheter)	0,76	0,80	1,00	0,47	1,03	0,53
<i>Aksjer¹</i>						
Portefølje	-1,83	8,97	9,49	13,74	6,81	10,19
Referanseindeks	-2,62	8,02	8,12	13,46	5,38	9,03
Meravkastning (prosentenheter)	0,79	0,95	1,37	0,28	1,43	1,16
<i>Obligasjoner²</i>						
Portefølje	1,69	2,50	4,00	5,35	5,57	5,66
Referanseindeks	1,00	1,89	3,48	4,46	4,82	5,35
Meravkastning (prosentenheter)	0,69	0,60	0,52	0,89	0,75	0,31
<i>Realavkastning</i>						
Inflasjon	2,75	2,73	2,48	2,11	2,13	2,10
Kostnader	0,06	0,07	0,08	0,08	0,08	0,06
Netto realavkastning	-3,10	3,60	4,74	8,25	4,70	5,30

¹ Første nordiske aksjeinvestering ble gjort i mai 2001.² Første nordiske obligasjonsinvestering ble gjort i februar 2007.

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

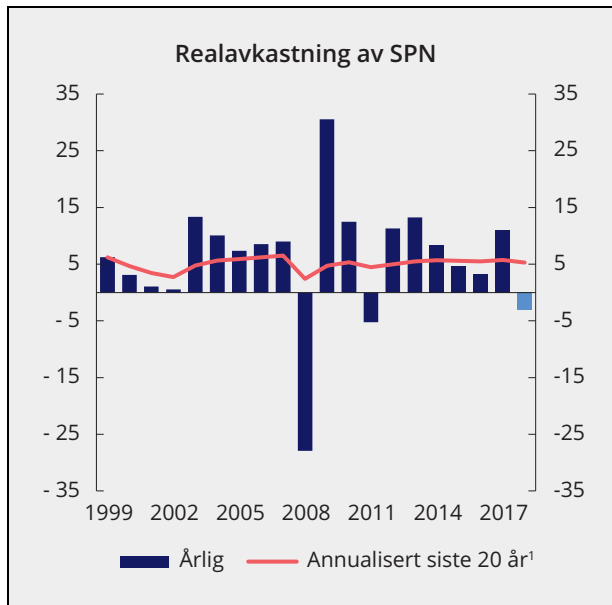
4.2.3 Avkastning

Avkastningen av SPN i 2018 var -0,4 pst. målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader, se tabell 4.1. Det var negativ avkastning i aksjeporteføljen og positiv avkastning i obligasjonsporteføljen. Gjennomsnittlig årlig avkastning av SPN har vært 7,6 pst. målt over de siste 20 år. Det tilsvarer en gjennomsnittlig årlig realavkastning etter kostnader på 5,3 pst., se figur 4.3.

Obligasjonsinvesteringene i SPN gir løpende renteinntekter til fondet. Også aksjeinvesteringene gir inntekter, siden mange selskaper betaler utbytte til aksjonærene. Sammen med endringer i aksje- og obligasjonskursene, utgjør

disse kontantstrømmene avkastningen av SPN. I 2018 var summen av aksjeutbytter og renteinntekter 8,1 mrd. kroner, eller om lag 3,3 pst. målt som andel av gjennomsnittlig verdi av SPN, se figur 4.4. De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig kontantstrøm i SPN tilsvart 4,5 pst., målt som andel av gjennomsnittlig verdi av fondet.

Den norske kronen svekket seg mot euro og danske kroner i 2018, men styrket seg mot svenske kroner. Det medførte at avkastningen av SPNs investeringer i Danmark og Finland var høyere målt i norske kroner enn i lokal valuta, mens avkastningen av investeringene i Sverige var lavere målt i norske kroner enn i lokal valuta.



Figur 4.3 Realavkastning av SPN de siste 20 årene etter fradrag for forvaltningskostnader. Prosent

¹ Geometrisk gjennomsnitt fra 1999 og frem til hvert enkelt år.
Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.



Figur 4.4 Utvikling i årlig kontantstrøm i SPN de siste 20 årene. Milliarder kroner og som andel av gjennomsnittlig fondsverdi¹

¹ Fallet i renteinntekter fra 2006 til 2007 skyldtes hovedsakelig tilbakebetalingen av 101,8 mrd. kroner til staten da deltakelsen i kontolånsordningen ble avsluttet i desember 2006.

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Aksjer

Avkastningen av aksjeporteføljen i SPN var -1,8 pst. i 2018, se tabell 4.1. Det var høyest avkastning av aksjeinvesteringer innen sektorene forsyning

og kommunikasjon. Samlet sett var det positiv avkastning av selskaper innen oljeutvinning, selv om oljeprisen falt mot slutten av året. Selskaper i oljeleverandørindustrien hadde derimot samlet sett en svak verdiutvikling i fjor. Aksjeinvesteringene i selskaper innen forbruksvare- og materialsektorene ga samlet sett lavest avkastning, men var i stor grad drevet av utviklingen i enkelt-selskaper. Aksjer i nordiske selskaper hadde i gjennomsnitt lavere avkastning enn aksjer i norske selskaper, både målt i lokal valuta og i norske kroner. De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig avkastning av aksjeporteføljen vært 10,2 pst.

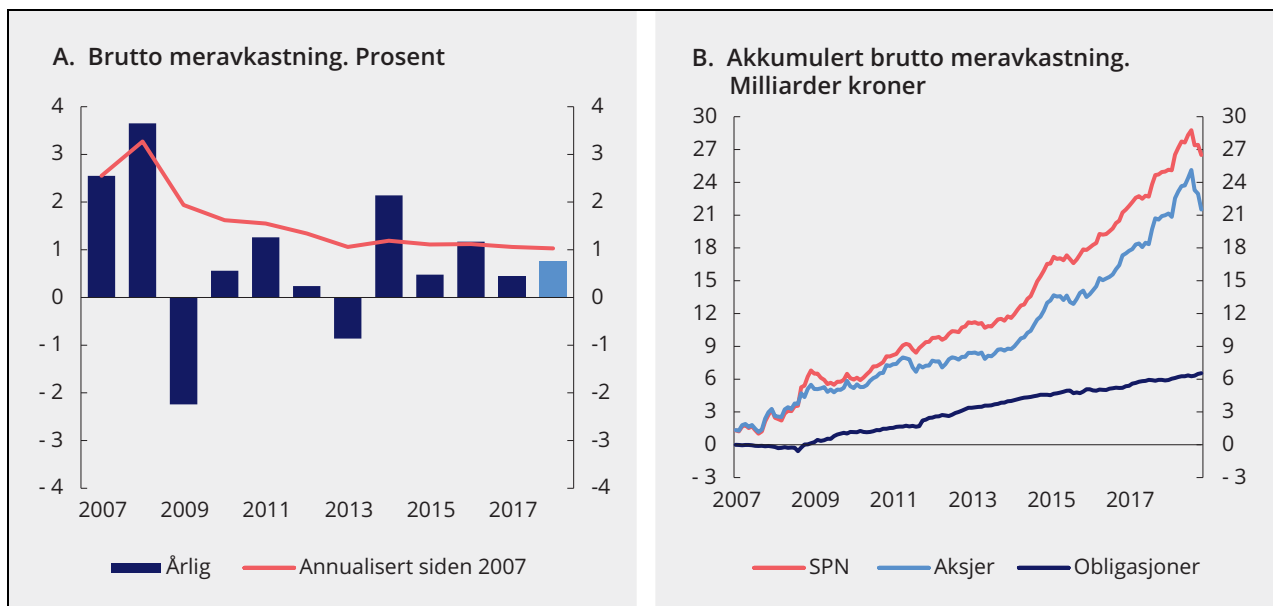
Obligasjoner

Avkastningen av obligasjonsporteføljen i SPN var 1,7 pst. i 2018. Det var høyest avkastning av investeringene i ansvarlige lån og høyrenteobligasjoner utstedt av industriselskaper. Investeringer i statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av offentlig forvaltning ga lavest avkastning. De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig avkastning av obligasjonsporteføljen vært 5,7 pst.

Rentenivået i 2018 var noe høyere i Norge enn i de øvrige nordiske landene. Det bidro til høyere løpende renteinntekter fra de norske obligasjonene i obligasjonsporteføljen. Renteendringer medfører samtidig verdiendringer for obligasjoner. Jo lengre løpetid en obligasjon har, desto større blir verdiendringen som følge av en gitt renteendring. For en obligasjonsportefølje benyttes gjerne målet *durasjon*, som angir gjennomsnittlig løpetid for alle obligasjonene i porteføljen basert på en vektning av alle fremtidige rente- og kupongutbetalinger. Jo lengre durasjon, desto større kurstap eller -gevinster i obligasjonsporteføljen ved henholdsvis renteøkninger eller rentefall. Ved utgangen av 2018 hadde obligasjonsporteføljen i SPN en durasjon på 4,7 år, om lag som for referanseindeksen. Renten på femårige norske statsobligasjoner steg noe i 2018, mens tilsvarende renter for obligasjoner utstedt av de øvrige nordiske landene falt noe. Det bidro isolert sett til kursgevinster på de nordiske obligasjonsinvesteringene, målt i lokal valuta, og kurstap på de norske obligasjonsinvesteringene. Økte kredittpåslag i 2018 bidro isolert sett til kurstap på obligasjoner utstedt av private selskaper.

4.2.4 Meravkastning i forvaltningen

Folketrygdfondet kan avvike fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet innenfor de



Figur 4.5 Brutto meravkastning (differanseavkastning) av Folketrygdfondets forvaltning av SPN i 2018 og siden 2007

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

rammer som er fastsatt i mandatet for SPN.³ Rammene legger til rette for at Folketrygdfondet har et visst handlingsrom til å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og søke å oppnå meravkastning over tid.

Avkastningsforskjellen mellom de faktiske investeringene og referanseindeksen omtales som brutto meravkastning, og er et mål på de resultater som Folketrygdfondet har oppnådd i forvaltningen av SPN. Dette resultatmålet har historisk vært et rimelig anslag på netto verdiskaping i forvaltningen. En gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av SPN, inkludert analyser av meravkastning, resultater av de ulike investeringsstrategiene som benyttes i forvaltningen og brutto meravkastning som anslag på netto verdiskaping, er omtalt i avsnitt 4.3.

Meravkastning i 2018

Folketrygdfondet oppnådde i 2018 en avkastning av SPN som var 0,8 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen, se tabell 4.1. Avkastningen av aksjeporteføljen var 0,8 prosent-

enheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for aksjer, mens avkastningen av obligasjonsporteføljen var 0,7 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for obligasjoner. Fordelt på sektorer var det aksjer i selskaper innen forbruksvarer, konsumvarer og informasjonsteknologi som bidro mest til meravkastningen i aksjeforvaltningen, mens en lavere gjennomsnittlig løpetid på selskapsobligasjoner og kredittpremier fra investeringer i obligasjoner utstedt av banker og finansforetak bidro mest til meravkastningen i obligasjonsforvaltningen. Inntekter fra utlån av verdipapirer til andre investorer bidro også til meravkastningen.

Meravkastning over tid

Finansdepartementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra forvaltningen av SPN i størrelsesorden $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ prosentenheter. Siden januar 2007 har Folketrygdfondet oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning av SPN som er 1,0 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Brutto meravkastning i perioden 2007–2018 kan anslås å tilsvare om lag 26 mrd. kroner.⁴ Figur 4.5 viser utviklingen i brutto meravkastning i SPN over tid.

4.2.5 Risikojustert avkastning

En annen sammensetning av investeringene i SPN enn i referanseindeksen innebærer risiko for

³ Finansdepartementet benytter januar 2007 som utgangspunkt for analyser og historiske sammenligninger av meravkastning og risiko i forvaltningen av SPN. Det skyldes omleggingen av mandatet for forvaltningen av SPN i 2007, som blant annet medførte endringer i regelverk og referanseindekser, samt endringen i fondsverdi og aktivasammensetning for SPN da deltakelsen i kontolånsordningen ble avsluttet i desember 2006.

at avkastningen av faktisk portefølje kan avvike fra avkastningen av referanseindeksen. Dette omtales som relativ risiko, og kan måles ved standardavviket (volatiliteten) i meravkastningen. I mandatet for forvaltningen av SPN er den sentrale rammen for avvik fra referanseindeksen fastsatt til 3 prosentenheter, målt ved forventet relativ volatilitet. Rammen innebærer at Folketrygdfondets forvaltning av SPN skal legges opp med sikte på at forventet annualisert avkastning av fondet normalt ikke avviker med mer enn 3 prosentenheter fra referanseindeksen, se avsnitt 4.1.

En noe annen sammensetning av investeringene i SPN enn i referanseindeksen medfører samtidig at svingningene i avkastningen av fondet kan bli noe høyere eller lavere enn i referanseindeksen. Avkastningssvingninger omtales som absolutt risiko, og kan måles ved standardavviket (volatiliteten) til avkastningen.

I finanslitteraturen benyttes ulike modeller og måltall for å vurdere meravkastning relativt til risikoen som forvalter har tatt, herunder informasjonsraten og Sharpe-raten. Videre benyttes modeller for å forklare historiske resultater der en skiller mellom avkastning forvalter oppnår gjennom å ta systematisk risiko og avkastning som skyldes andre avvik. Sistnevnte omtales gjerne som risikojustert meravkastning, såkalt alfa. Det er stor usikkerhet forbundet med slike metoder, se omtale i fondsmeldingen våren 2016⁵. Finansdepartementet gjennomgår regelmessig forvaltningen av SPN, hvor risikotakingen analyseres og vurderes. Analysene av risikotakingen i forvaltningen av SPN tyder på at Folketrygdfondets oppnådde meravkastning ikke kan forklares med økt systematisk risikotaking, se også avsnitt 4.3.

Sharpe-rate

Sharpe-raten måler forholdet mellom avkastningen av SPN utover en risikofri plassering av kapitalen og den absolutte risikoen i fondet. I 2018

⁴ Akkumulert brutto meravkastning i milliarder kroner er beregnet som forskjellen mellom samlet kumulativ avkastning av henholdsvis SPN og fondets referanseindeks siden januar 2007, multiplisert med kapitalen i SPN ved inngangen til 2007. Beregningen angir dermed forskjellen i verdien av SPN ved utgangen av 2018 og en tenkt portefølje der kapitalen ved inngangen til 2007 forrentes med avkastningen av referanseindeksen for fondet frem til utgangen av 2018. En tidvis ulik fordeling mellom aksjer og obligasjoner i fondet, sammenlignet med referanseindeksen fra Finansdepartementet, såkalte allokeringseffekter, medfører at samlet kumulativ avkastning av SPN er noe lavere enn summen av aksje- og obligasjonsporteføljene separat.

⁵ Meld. St. 23 (2015–2016) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2015*.



Figur 4.6 Risikojustert avkastning for SPN. Årlig og siden 2007

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

Tabell 4.2 Risiko og risikojustert avkastning i SPN i 2018, siste 3, 5, 10 og 20 år, samt i perioden 2007–2018. Årlige tall basert på månedlige observasjoner¹

	2018	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	2007–2018	Siste 20 år
<i>SPN</i>						
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	7,31	6,11	5,81	8,08	9,96	8,10
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	7,14	6,15	5,93	8,42	10,51	8,59
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,45	0,43	0,52	0,75	1,09	1,15
Sharpe-rate-differanse	0,11	0,13	0,18	0,09	0,12	0,09
Informasjonsrate	1,73	1,77	1,80	0,54	0,84	0,39
Beta ²	1,02	0,99	0,98*	0,96*	0,94*	0,94*
Alfa ³ (prosentenheter)	0,81	0,81*	1,07*	0,78*	1,16*	0,72*
<i>Aksjeporteføljen</i>						
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	12,42	10,35	9,80	13,70	17,45	18,08
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	12,15	10,37	10,02	14,24	18,45	19,36
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,68	0,66	0,83	1,26	1,87	3,24
Sharpe-rate-differanse	0,07	0,09	0,14	0,05	0,08	0,07
Informasjonsrate	1,23	1,34	1,50	0,14	0,62	0,25
Beta ²	1,02	1,00	0,98*	0,96*	0,94*	0,92*
Alfa ³ (prosentenheter)	0,89	0,91*	1,43*	0,68	1,45*	1,40*
<i>Obligasjonsporteføljen</i>						
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	2,09	1,91	2,09	2,37	2,54	2,49
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	2,00	1,96	2,14	2,46	2,55	2,76
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,19	0,32	0,35	0,52	0,61	0,74
Sharpe-rate-differanse	0,32	0,32	0,27	0,41	0,29	0,20
Informasjonsrate	3,70	1,82	1,43	1,64	1,18	0,38
Beta ²	1,04	0,97	0,96	0,94*	0,97	0,87*
Alfa ³ (prosentenheter)	0,67*	0,64*	0,61*	1,05*	0,80*	0,57*

¹ Folketrygdfondet benytter i sin rapportering ukentlige observasjoner som grunnlag for beregning av relativ volatilitet, Sharpe-rate-differanse og informasjonsrate i 2018. Det gir i noen tilfeller avvik sammenlignet med Finansdepartementets beregninger.

² * indikerer at anslaget for beta er statistisk signifikant forskjellig fra 1 ved 5 pst. signifikansnivå, dvs. at det er mindre enn 5 pst. sannsynlighet for å få dette anslaget dersom den uobserverbare, sanne beta er 1.

³ * indikerer statistisk signifikans ved 5 pst. signifikansnivå, dvs. at det er mindre enn 5 pst. sannsynlighet for å få dette anslaget dersom den uobserverbare, sanne alfa er 0.

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

oppnådde Folketrygdfondet en Sharpe-rate for SPN som var om lag 0,1 høyere enn for referanseindeksen, se tabell 4.2 og figur 4.6A. Det tyder på at Folketrygdfondets forvaltning bidro til et noe bedre forhold mellom avkastning og risiko i SPN sammenlignet med referanseindeksen. Målt over perioden siden januar 2007 er forskjellen mellom Sharpe-raten for SPN og referanseindeksen 0,1. Den høyere Sharpe-raten for SPN sammenlignet med referanseindeksen følger av at Folketrygdfondet over tid har oppnådd meravkastning, samtidig som forvaltningen har bidratt til lavere absolutt risiko i fondet enn i referanseindeksen.

Informasjonsrate

Informasjonsraten måler meravkastningen Folketrygdfondet har oppnådd i forvaltningen i forhold til den relative risikoen som er tatt. I 2018 var informasjonsraten for SPN 1,7, se tabell 4.2 og figur 4.6B. Det betyr at hver prosentenheter relativ risiko i forvaltningen i gjennomsnitt ble kompensert med 1,7 prosentenheter meravkastning. Målt på denne måten bidro Folketrygdfondets forvaltning til at SPN ble svært godt kompensert for den relative risikoen i 2018, særlig i obligasjonsporteføljen. Siden januar 2007 har Folketrygdfondet oppnådd en informasjonsrate for SPN på 0,8. Fondet har i denne perioden fått bedre betalt for den relative risikoen i obligasjonsporteføljen enn i aksjeporteføljen.

Alfa

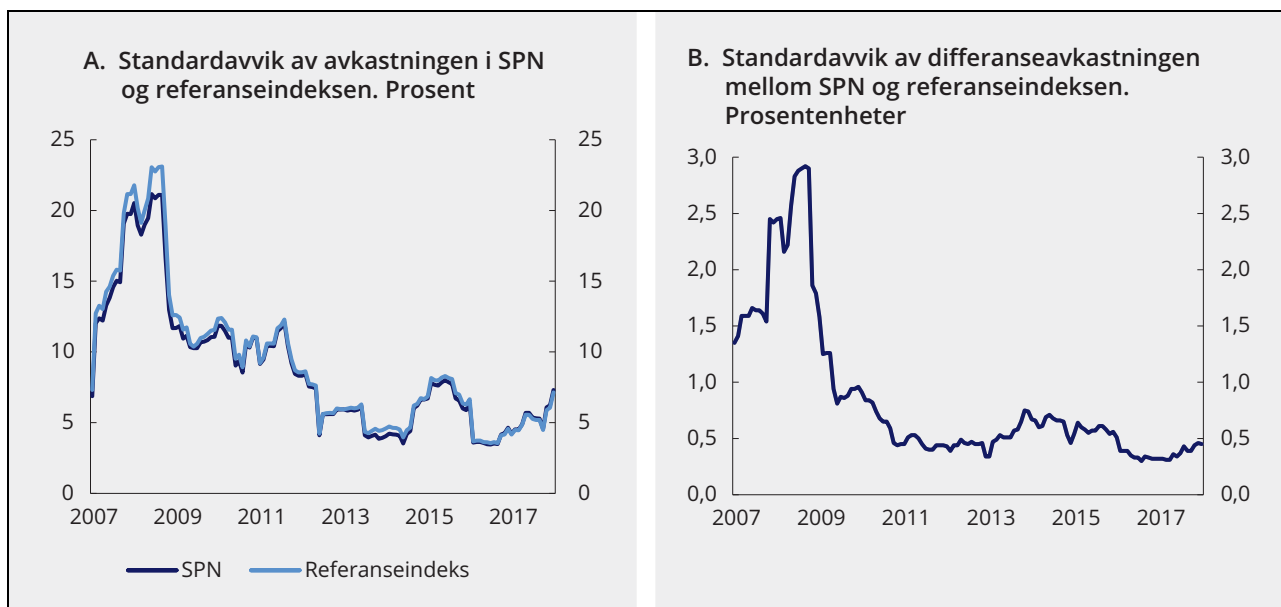
Alfa er et modellbasert mål for risikojustert meravkastning. I beregningen av alfa justeres Folketrygdfondets meravkastning for avkastningen som er oppnådd ved å ta mer eller mindre systematisk risiko enn i referanseindeksen. I 2018 var alfa for SPN 0,8 prosentenheter, se tabell 4.2 og figur 4.6C. Et anslag for alfa som er større enn null kan tyde på at meravkastningen av SPN er høyere enn det som følger av en ren kompensasjon for systematisk risikotaking. Siden januar 2007 har Folketrygdfondet oppnådd en årlig alfa i forvaltningen av SPN på 1,2 prosentenheter i gjennomsnitt. Det er høyere enn den målte meravkastningen i samme periode, se tabell 4.1.

4.2.6 Risiko og rammer

Absolutt risiko

Folketrygdfondet har beregnet at *forventede svingninger* i avkastningen av SPN ved utgangen av 2018 var 6,3 pst., målt ved årlig standardavvik. Det tilsvarer forventede svingninger i verdien av SPN på om lag 15 mrd. kroner. Under en antakelse om normalfordelte avkastningstall forventes svingningene i ett av tre år å være større enn dette.

Absolutt risiko i SPN og i aksje- og obligasjonsporteføljene, basert på faktiske månedlige avkastningstall, viser at *historiske svingninger* i SPN i de fleste perioder har vært lavere enn



Figur 4.7 Rullerende tolv måneders standardavvik i avkastningen av SPN og referanseindeksen samt differanseavkastningen

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

svingningene i referanseindeksen, se tabell 4.2 og figur 4.7A. Folketrygdfondets forvaltning har dermed historisk bidratt til å redusere svingningene i avkastningen av SPN. Samtidig viser figuren at svingningene i referanseindeksen i stor grad bestemmer avkastningssvingningene i fondet. Analyser som legges frem som del av gjennomgangen av Folketrygdfondets forvaltning av SPN, omtalt i avsnitt 4.3, viser at over 99 pst. av svingningene i avkastningen av SPN i perioden 2007–2018 kan forklares av svingninger i avkastningen av referanseindeksen. Analysene tyder samtidig på at andelen av svingningene som kan forklares av svingninger i referanseindeksen har økt over tid.

Relativ risiko

Ved utgangen av 2018 var *forventet relativ volatilitet* i SPN 0,4 prosentenheter, om lag uendret fra inngangen til året. Folketrygdfondet utnytter dermed en liten andel av rammen fra Finansdepartementet på 3 prosentenheter, se avsnitt 5.1.

Realisert relativ volatilitet er et uttrykk for den historiske relative risikoen i SPN, målt ved svingninger i meravkastningen. Det siste året har svingningene i differanseavkastningen vært om lag 0,3–0,5 prosentenheter, målt over rullerende tolv månedersperioder, se figur 4.7B. Både forventet og realisert relativ volatilitet var ved utgangen av 2018 på et lavt nivå sammenlignet med gjennomsnittet siden januar 2007. Det samsvarer med analyser som tyder på at svingninger i avkastningen av referanseindeksen forklarer en stor og økende del av avkastningen av SPN.

Relativ volatilitet påvirkes generelt av flere faktorer, inkludert svingninger i markedet. I perioder med store markedsbevegelser må en derfor regne med at relativ volatilitet vil øke, selv uten endringer i sammensetningen av investeringene. I fondsmeldingen våren 2016 ble det gitt en nærmere omtale av forhold som påvirker den målte relative volatiliteten.

Ekstremavviksrisiko

Risikomålet forventet ekstremavviksrisiko måler hvor stort negativt avvik som kan forventes mellom avkastningen av SPN og referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet i ekstreme tilfeller. Et slikt risikomål kan bedre fange opp risiko ved strategier som gjerne bidrar positivt til meravkastningen over tid, men som i perioder kan medføre store tap. Risikomålet er ment å supplere forventet relativ volatilitet, som måler hvor stort

avvik som kan forventes under normale markedsforhold.⁶

Forventet ekstremavviksrisiko måles med bakgrunn i anslag for de mest negative avvikene mellom avkastningen av SPN og referanseindeksen fra Finansdepartementet som historisk ville inntruffet med en portefølje som i dag. Ved utgangen av 2018 var annualisert forventet ekstremavviksrisiko i SPN 1,6 prosentenheter, som er godt innenfor rammen på 9 prosentenheter fastsatt av Folketrygdfondets styre. Den målte ekstremavviksrisikoen innebærer at en i ekstreme markeds situasjoner må forvente en annualisert avkastning av SPN som er 1,6 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen.

Kredittrisiko

Basert på markedsverdien av og kredittkarakteren⁷ til obligasjonslånene i porteføljen, kan det beregnes en samlet verdivektet kredittkvalitet for SPNs obligasjonsinvesteringer. Ved utgangen av 2018 var verdivektet kredittkvalitet for obligasjonsinvesteringene AA, målt ved kredittkarakter. Det var uendret sammenlignet med inngangen til året. Folketrygdfondet har i 2018 økt både andelen lån med lavest kredittkvalitet, såkalte høyrenteobligasjoner, og andelen lån med høyest kredittkvalitet.

Høyrenteobligasjoner inngår ikke i referanseindeksen for SPN. Finansdepartementet har i mandatet for forvaltningen av SPN åpnet for at Folketrygdfondet kan investere i høyrenteobligasjoner, innenfor en fastsatt ramme.⁸ Folketrygdfondet oppgir at høyrenteobligasjoner ved utgangen av 2018 utgjorde 7,0 pst. av markedsverdien av selskapsobligasjonene i SPN. Det er godt innenfor rammen fra departementet.

Enkeltinvesteringer

SPN skal være en finansiell investor, og det er et mål å spre risikoen på mange ulike verdipapirer.

⁶ Mandatet fra Finansdepartementet stiller krav om at Folketrygdfondet skal fastsette supplerende risikorammer for forvaltningen av SPN, herunder en ramme for forventet ekstremavviksrisiko.

⁷ Standard & Poor's skala for kredittkvalitet er AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D, hvor AAA er beste karakter. Obligasjoner med kredittkarakter AAA til og med BBB anses å ha høy kredittverdighet og omtales med et samlebegrep som «investment grade». Obligasjoner med lavere kredittkarakter anses å ha lav kredittverdighet og omtales som høyrenteobligasjoner eller «high yield».

⁸ Høyrenteobligasjoner skal under normale markedsforhold ikke utgjøre mer enn 25 pst. av netto markedsverdi av obligasjonsporteføljen, fratrukket statsobligasjoner.



Figur 4.8 Forvaltningskostnader for SPN i 2018 og de siste 20 årene. Målt i millioner kroner (venstre akse) og basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Finansdepartementet har fastsatt i mandatet for forvaltningen av SPN at fondet maksimalt kan eie 15 pst. av aksjekapitalen eller egenkapitalbevisene i ett enkelt selskap i Norge, og 5 pst. i ett enkelt selskap i Sverige, Danmark og Finland. Ved utgangen av 2018 var den største eierandelen i ett enkelt selskap i Norge 14,4 pst., mens den var 0,9 pst. i de øvrige nordiske landene.

4.2.7 Forvaltningskostnader

Folketrygdfondet får dekket faktiske årlige forvaltningskostnader for SPN innenfor en ramme fastsatt av Finansdepartementet. For 2018 ble det fastsatt en kostnadsramme på 177 mill. kroner, inkludert investeringer. Folketrygdfondets forvaltningskostnader for SPN utgjorde i fjor 158,5 mill. kroner, inkludert et utbytte på 0,6 mill. kroner til staten. Investeringer i varige driftsmidler og immaterielle eiendeler utgjorde 4,2 mill. kroner. Samlet var kostnadene godt innenfor rammen fastsatt av departementet. Målt som andel av gjennomsnittlig kapital til forvaltning utgjorde forvaltningskostnadene 6,4 basispunkter (0,064 pst.).

Kostnadsutvikling over tid

Figur 4.8 viser utviklingen i forvaltningskostnadene for SPN de siste 20 årene. Kostnadene økte betydelig i 2007 og 2008, både målt i kroner og i basispunkter. Dette skyldtes dels tilbakebeta-

lingen av 101,8 mrd. kroner til staten da deltakelsen i kontolånsordningen ble avsluttet i desember 2006, noe som om lag halverte markedsverdien av SPN. Samtidig ble det fra 2007 stilt nye krav til styring og kontroll av risiko og rapportering, noe som medførte behov for investeringer og en økning i antall ansatte i de påfølgende årene. Målt som andel av kapital til forvaltning har forvaltningskostnadene for SPN vist en fallende tendens de siste årene.

Internasjonal sammenligning av kostnadene

Det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. (CEM) sammenligner på oppdrag fra Finansdepartementet kostnadene i SPN med kostnadene i andre fond internasjonalt. I rapporten for 2017, som er den nyeste rapporten og tilgjengelig på departementets nettsider, fremgår det at kostnadene i SPN er vesentlig lavere enn for andre sammenlignbare fond, målt som andel av kapital til forvaltning. Det skyldes i hovedsak at SPN ikke er investert i aktiva som unoterte aksjer og unotert eiendom og infrastruktur, som generelt har høyere forvaltningskostnader enn noterte aksjer og obligasjoner. CEM finner imidlertid at kostnadene i SPN er lave sammenlignet med andre fond selv når en justerer for forskjeller i aktivaforordningen. Den viktigste forklaringen på dette er at all forvaltning gjøres internt i Folketrygdfondet og at den interne forvaltningen har lave kostnader sammenlignet med andre fond.

Boks 4.1 Attestasjonsoppdrag

Ekstern revisor for Folketrygdfondet gjennomgår regelmessig hvordan enkelte deler av mandatet fra Finansdepartementet er implementert. Slike oppdrag er en del av departementets oppfølging av og kontroll med forvaltningen av SPN. Rapportene fra disse gjennomgangene, såkalte attestasjonsuttalelser, er tilgjengelig på departementets nettsider.

Revisor har i 2018 gjennomgått Folketrygdfondets utforming og implementering av rammeverk for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i SPN. Dette omfatter utformingen av prinsippene som er etablert som del av den ansvarlige forvaltningen og implementeringen av disse. Som del av oppdraget har revisor blant annet gjennomgått styrende dokumenter og annet relevant skriftlig materiale, samt hatt møter med ledere og ansatte i Folketrygdfondet. Revisor har ikke vurdert andre områder av Folketrygdfondets

forvaltningsprinsipper eller hvorvidt prinsippene for den ansvarlige forvaltningen etterleves over tid.

Attestasjonsuttalelsen konkluderer med at Folketrygdfondet i det alt vesentlige har utformet prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i tråd med anerkjente norske og internasjonale standarder og at prinsippene er implementert i forvaltningen av SPN. Revisor påpeker samtidig at praksis og forventninger til ansvarlig forvaltningsvirksomhet er i stadig utvikling, og at det er nødvendig at Folketrygdfondet opprettholder sitt fokus på å videreutvikle tilnærmingen til ansvarlige investeringer for å være i tråd med gjeldende utvikling.

Revisors funn og konklusjon er basert på Folketrygdfondets risikostyring og kontroll slik det var utformet og implementert ved attestasjonen.

4.2.8 Departementets vurderinger

Avkastningen av SPN var -0,4 pst. i 2018, målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader. Avkastningen av aksjeinvesteringene var -1,8 pst., mens avkastningen av obligasjonsinvesteringene var 1,7 pst. Avkastningen i fjor var betydelig lavere enn den gjennomsnittlige årlige avkastningen av SPN på 7,6 pst. de siste 20 årene. Det skyldes i hovedsak svak verdiutvikling i aksjemarkedene. Den gjennomsnittlige årlige realavkastningen av SPN de siste 20 årene er 5,3 pst. etter kostnader. Departementet vil peke på at en må være forberedt på at avkastningen i finansmarkedene varierer betydelig fra år til år.

Folketrygdfondet oppnådde i 2018 en avkastning av SPN som var 0,8 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen fastsatt av departementet. Meravkastningen var høy sett i forhold til utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet, både i 2018 og sammenlignet med gjennomsnittlig utnyttelse av rammen siden januar 2007. Departementet legger vekt på utviklingen i resultatene over tid, og er tilfreds med at gjennomsnittlig årlig brutto avkastning siden januar 2007 har vært om lag én prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Det er høyere enn departementets uttrykte forvent-

ning til meravkastning over tid, i størrelsesorden $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ prosentenheter per år.

Forvaltningskostnadene i SPN er lave sammenlignet med andre fond. Finansdepartementet er tilfreds med at forvaltningen av SPN synes å være kostnadseffektiv. Departementet vil også fremover vektlegge en kostnadseffektiv forvaltning av SPN.

4.3 Gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning

4.3.1 Bakgrunn

Finansdepartementet har siden 2010 regelmessig gjennomgått Folketrygdfondets forvaltning av SPN. Det ble redegjort for slike gjennomganger i fondsmeldingene som ble lagt frem våren 2011⁹ og våren 2015¹⁰. Departementet legger i denne meldingen frem en ny gjennomgang av Folketrygdfondets gjennomføring av forvaltningsoppdraget.

Formålet med slike gjennomganger er blant annet å vurdere resultatene i forvaltningen av

⁹ Meld. St. 15 (2010–2011) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010*.

¹⁰ Meld. St. 21 (2014–2015) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014*.

Tabell 4.3 Risiko knyttet til Folketrygdfondets avvik fra referanseindeksen. Prosent¹

	1998–2018	2007–2018	2015–2018
Referanseindeksen	98,4	99,1	99,4
Avvik fra referanseindeksen	1,6	0,9	0,6
Sum	100	100	100

¹ Tabellen viser andelen av svingningene i avkastningen av SPN som kan forklares av henholdsvis svingninger i referanseindeksen og avvik fra referanseindeksen. Anslagene er basert på månedsdata.

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

SPN og rammen for avvik fra referanseindeksen. I fondsmeldingen våren 2011 viste Finansdepartementet til at slike gjennomganger er en forutsetning for et visst innslag av aktiv forvaltning. Gjennomgangene er viktige for tilliten til forvaltningen og kan bidra til å styrke evnen til å holde fast ved lønnsomme, langsiktige investeringsstrategier, også i perioder med svake resultater.

I siste gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av SPN, omtalt i fondsmeldingen våren 2015, pekte departementet på at de historiske resultatene i forvaltningen var gode og at Folketrygdfondets forvaltning har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i SPN. Departementets samlede vurdering var at Folketrygdfondets forvaltningsstrategier syntes å være godt begrunnet og tilpasset fondets særtrekk. Det ble samtidig pekt på at lave forvaltningskostnader er et viktig fortrinn for fondet, som bør opprettholdes.

Som ledd i gjennomgangen i denne meldingen ble Folketrygdfondet bedt om å bidra med analyser og vurderinger av gjennomføringen av forvaltningen av SPN. Folketrygdfondet ble blant annet bedt om å gjøre rede for grunnlaget for de valgte investeringsstrategiene i forvaltningen, herunder hvordan disse bygger på og utnytter fondets særtrekk, samt presentere egne analyser av resultatene i forvaltningen og redegjøre for den ansvarlige forvaltningspraksisen.

Videre ble Folketrygdfondet bedt om å vurdere i hvilken grad økningen i fondskapitalen i

SPN over tid har påvirket mulighetene for verdiskaping i den aktive forvaltningen, og om størrelsen på gjeldende rammer for avvik er tilpasset forvaltningsoppdraget. Folketrygdfondet ble også bedt om å legge frem oppdaterte analyser av verdiskapingen ved aktiv forvaltning, der brutto meravkastning justeres for relevante kostnads- og inntektskomponenter.

Finansdepartementet mottok Folketrygdfondets vurderinger i brev 14. desember 2018. Brevet er tilgjengelig på departementets nettsider.

4.3.2 Meravkastning

Folketrygdfondet kan i forvaltningen av SPN avvike noe fra fondets referanseindeks, innenfor rammer fastsatt i mandatet fra Finansdepartementet. Gjennom å avvike fra referanseindeksen, kan Folketrygdfondet blant annet søke å oppnå meravkastning i forvaltningen av SPN. Omfanget av slike avvik har historisk vært begrenset. Analyser tyder på at avvikene Folketrygdfondet tar fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet kun forklarer en liten andel av de historiske svingningene i avkastningen av SPN, og at denne andelen har falt over tid, se tabell 4.3.

Folketrygdfondet har analysert resultatene i forvaltningen av SPN basert på avkastningstall for perioden fra januar 1998 til september 2018, samt utvalgte delperioder. Analysene viser at Folketrygdfondet i forvaltningen av SPN har oppnådd

Tabell 4.4 Brutto meravkastning i forvaltningen av SPN i perioden januar 1998 – september 2018 og utvalgte delperioder. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosentenheter

Periode	SPN	Aksjeporteføljen	Obligasjonsporteføljen
1998–2018	0,57	1,36	0,27
2007–2018	1,06	1,49	0,75
2015–2018	0,78	1,02	0,48

Kilde: Folketrygdfondet.

høyere avkastning enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet, se tabell 4.4. Det gjelder både for perioden siden januar 1998, siden omleggingen av mandatet for forvaltningen av SPN fra januar 2007 og siden forrige gjennomgang av forvaltningen i 2015. I perioden januar 2007 til september 2018 har Folketrygdfondet i gjennomsnitt oppnådd en årlig avkastning av SPN som er 1,1 prosentenheter høyere enn fondets referanseindeks. Folketrygdfondet anslår at meravkastningen utgjør om lag 28,8 mrd. kroner for perioden samlet sett. I perioden januar 2015 til september 2018 har Folketrygdfondet oppnådd en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,8 prosentenheter, tilsvarende om lag 5,1 mrd. kroner for perioden sett under ett.

I de analyserte delperiodene er det oppnådd meravkastning både i aksje- og obligasjonsporteføljen. Av tabell 4.4 fremgår det samtidig at årlig meravkastning i forvaltningen av SPN har variert noe over tid. Folketrygdfondet viser derimot til at meravkastningen har vært forholdsvis stabil de

senere årene, anslått over rullerende femårsperioder. Det gjelder både for aksje- og obligasjonsforvaltningen. Beregnet på denne måten, tyder analysene på en årlig, gjennomsnittlig meravkastning på i underkant av én prosentenheter i SPN etter finanskrisen i 2008–2009.

I Folketrygdfondets strategiske plan for forvaltningen av SPN beskrives tre hovedstrategier i forvaltningen: aksjeforvaltning, renteforvaltning og avledede strategier. Det siste forvaltningsområdet er relativt nytt, og har derfor i liten grad bidratt til meravkastningen i de første årene av perioden som analyseres. Meravkastningen og kostnadene i forvaltningen av SPN, brutt ned på de tre hovedstrategiene, er vist i tabell 4.5. Av tabellen fremgår også effekten av en tidvis noe annen aktivaallokering enn i referanseindeksen.

Av tabell 4.5 fremgår det at den oppnådde meravkastningen i forvaltningen av SPN i liten grad skyldes en annen fordeling av aksjer og obligasjoner enn i referanseindeksen, men i hovedsak stammer fra de tre hovedstrategiene. Aksjeforvalt-

Tabell 4.5 Bidrag til brutto meravkastning og kostnader i forvaltningen av SPN i perioden januar 1998 – september 2018 og utvalgte delperioder, fordelt på hovedstrategier. Prosentenheter

	Aksjer	Obligasjoner	Allokering	Total	Forvaltningskostnader
<i>Januar 1998 – september 2018</i>					
Aksjeforvaltning	0,45		0,04	0,49	0,03
Obligasjonsforvaltning		0,04	0,04	0,08	0,02
Avledede strategier	0,00	0,00		0,00	0,00
<i>Total</i>	<i>0,45</i>	<i>0,04</i>	<i>0,08</i>	<i>0,57</i>	<i>0,05</i>
<i>Januar 2007 – september 2018</i>					
Aksjeforvaltning	0,76		-0,01	0,75	0,04
Obligasjonsforvaltning		0,29	-0,01	0,28	0,03
Avledede strategier	0,02	0,01		0,03	0,01
<i>Total</i>	<i>0,78</i>	<i>0,30</i>	<i>-0,02</i>	<i>1,06</i>	<i>0,08</i>
<i>Januar 2015 – september 2018</i>					
Aksjeforvaltning	0,54		0,00	0,54	0,04
Obligasjonsforvaltning		0,19	0,00	0,19	0,03
Avledede strategier	0,04	0,01		0,05	0,01
<i>Total</i>	<i>0,58</i>	<i>0,20</i>	<i>0,00</i>	<i>0,78</i>	<i>0,08</i>

Kilde: Folketrygdfondet.

ningen har bidratt mest til meravkastningen i de tre analyserte periodene.

Som del av analysene av historisk meravkastning i forvaltningen av SPN, har Folketrygdfondet også brutt meravkastningen i aksjeforvaltningen ned på ulike aksjemarkedssektorer. Analysene tyder på at det i perioden siden 2007 er verdipapirvalg innenfor energisektoren som har gitt det største positive bidraget til meravkastningen. Ifølge Folketrygdfondet følger meravkastningen i denne perioden i liten grad av over- eller underveker av ulike sektorer, sammenlignet med referanseindeksen. Bidraget fra sektorvalg er derimot samlet sett noe større i perioden siden januar 2015.

For obligasjonsporteføljen tyder Folketrygdfondets analyser på at den oppnådde meravkastningen i hovedsak stammer fra over- eller underveker i obligasjoner utstedt av private selskaper, såkalte kredittutstedere. En annen rentesammensetning i porteføljen enn i referanseindeksen (lengre eller kortere løpetid) har ifølge Folketrygdfondets analyser kun bidratt med 0,01 og 0,02 prosentenheter i delperiodene siden henholdsvis januar 2007 og 2015.

Den største kilden til meravkastning fra de avledede strategiene er ifølge Folketrygdfondet videreplassering av mottatt kontantsikkerhet fra motparter. Slik kontantsikkerhet mottas gjerne ved utlån av verdipapirer til andre investorer.

4.3.3 Risikojustert meravkastning

I finanslitteraturen er det identifisert en rekke systematiske risikofaktorer, eller avkastningsmønstre, som historisk har gitt meravkastning. Det er utviklet flere modeller for hvordan oppnådde resultater kan søkes forklart med slike risikofaktorer. Folketrygdfondet har som del av sine analyser benyttet en modell med fem systematiske risikofaktorer fra aksjemarkedet, utviklet av Fama og French, samt to systematiske risikofaktorer som fanger opp systematisk risiko i obligasjonsmarkedet.¹¹

I omtalen av gjennomgangen av Norges Banks forvaltning av SPU i fjorårets fondsmelding, ble det vist til en ekspertgruppe bestående av professorene Magnus Dahlquist og Bernt Arne Ødegaard, som bidro med modellanalyser av resultatene i SPU. Gruppen pekte på at slike analyser er viktige for å forstå risikotakingen i forvaltningen. Det ble samtidig vist til at det er et åpent spørsmål hvorvidt en skal justere meravkastning for vridninger av sammensetningen av investeringene mot systematiske risikofaktorer. Det kan ifølge gruppen blant annet argumenteres for at forvalter skaper verdier gjennom slike faktorinvesteringer, samt at eksponering mot systematiske faktorer ikke kan oppnås kostnadsfritt.

Folketrygdfondet viser i brevet til Finansdepartementet til at det ved faktoranalyser er viktig å vurdere om de valgte risikofaktorene er relevante og investerbare. Det trekkes samtidig frem at tidsvarierende eksponering mot ulike risikofaktorer er en del av Folketrygdfondets strategi, mens tradisjonelle analyser av systematisk risikotaking derimot legger til grunn en konstant eksponering. I sum innebærer dette ifølge Folketrygdfondet at det bør utvises en viss varsomhet i tolkningen av resultatene.

Meravkastningen i SPN, justert for faktorisering og forvaltningskostnader, er gitt i tabell 4.6. En tolkning av faktoranalysene er ifølge Folketrygdfondet at meravkastningen, etter kostnader, i stor grad stammer fra verdipapirvalg og i mindre grad fra eksponering mot systematiske faktorer. Analysene tyder videre på at meravkastningen i aksje- og obligasjonsporteføljene ikke er skapt ved å overvekte verdipapirer som har høyere markedsrisiko, og dermed høyere forventet avkastning, se også tabell 4.2 i avsnitt 4.2. Innrettingen av forvaltningen av SPN synes å ha bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet, sammenlignet med referanse-

¹¹ Se brev 14. desember 2018 fra Folketrygdfondet til Finansdepartementet for en nærmere beskrivelse av den valgte faktormodellen.

Tabell 4.6 Gjennomsnittlig årlig risikojustert meravkastning i SPN etter kostnader. Prosentenheter¹

	Januar 2007 – september 2018	Januar 2015 – september 2018
SPN	1,02*	0,78*
Aksjeporteføljen	1,45*	0,90*
Obligasjonsporteføljen	0,41*	0,29*

¹ * indikerer statistisk signifikans ved 5 pst. signifikansnivå, dvs. at det er mindre enn 5 pst. sannsynlighet for å få dette anslaget dersom den uobserverbare, sanne risikojusterte meravkastningen er 0.

Kilde: Folketrygdfondet.

indeksen. Avkastningen av SPN har vært høyere og svingningene lavere enn for referanseindeksen.

4.3.4 Folketrygdfondets strategier og gjennomføringen av forvaltningen

Folketrygdfondets strategier

De ulike investeringsstrategiene som benyttes i forvaltningen av SPN er beskrevet i Folketrygdfondets strategiplan. I aksjeforvaltningen vektlegger Folketrygdfondet strategier innenfor *verdipapirvalg*. Verdipapirvalgene reflekterer ifølge Folketrygdfondet en avveining av kvantitative og kvalitative kriterier både på selskapsnivå og overordnet for porteføljen. Det vises blant annet til:

- *Kvalitetsselskaper*. Folketrygdfondet forsøker å identifisere selskaper som i stor grad oppfyller enkelte kvalitative kriterier. Disse selskapene har gjerne lav variasjon i resultater og prising sammenlignet med gjennomsnittet for referanseindeksen.
- *Strukturelle trender*. Folketrygdfondet vektlegger å være tidlig ute med å identifisere vesentlige endringer i rammebetingelser som kan påvirke forretningsmulighetene for sektorer og selskaper.
- *Overoptimisme*. Folketrygdfondet søker å investere mindre i – eller unngå helt – selskaper som det etter Folketrygdfondets syn er for positive forventninger til, og investere mer i selskaper der markedsforventningene er overdrevet pessimistiske.

I strategiplanen vises det videre til at de ulike strategiene for verdipapirvalg i aksjeforvaltningen gjerne medfører at SPN har en større andel av investeringene i store selskaper og en mindre andel av investeringene i små og mellomstore selskaper, sammenlignet med referanseindeksen. Det har historisk medført noe lavere risiko i aksjeforføljen, sammenlignet med referanseindeksen.

For obligasjonsforvaltningen viser strategiplanen blant annet til en strategi for å søke å høste *kredittpremier*, spesielt innen høyrenteobligasjoner. Høyrenteobligasjoner inngår ikke i referanseindeksen fra Finansdepartementet. Folketrygdfondet benytter også en strategi for *renteavvik*, som søker å oppnå meravkastning i obligasjonsporteføljen ved tidvis å ha en annen løpetids sammensetning enn i referanseindeksen.

Folketrygdfondet har videre etablert såkalte *avledede strategier*. Disse strategiene søker å

oppnå meravkastning gjennom hovedsakelig verdipapirutlån, likviditetsforvaltning i aksje- og obligasjonsporteføljene, samt volatilitetsstrategier. Disse avledede strategiene kan ifølge Folketrygdfondet innebære en viss grad av belåning for en effektiv gjennomføring, og kan medføre enkelte perioder med store tap. Det forventes samtidig positiv avkastning over tid.

En annen aktivaklassedeling enn referanseindeksen, såkalt *allokering*, er ifølge Folketrygdfondet ikke en strategi som vektlegges i utnyttelsen av risiko- og kostnadsrammene.

Resultater av ulike strategier

Bidraget fra de ulike strategiene til meravkastningen i SPN i perioden siden januar 2007, samt perioden siden forrige gjennomgang i 2015, er vist i tabell 4.7. Av tabellen fremgår det at verdipapirvalg basert på kriteriet kvalitetsselskaper har bidratt mest til meravkastningen i aksjeforvaltningen i begge de to analyserte periodene, mens meravkastningen i obligasjonsporteføljen i all hovedsak skyldes strategien for å høste kredittpremier.

Investeringer i selskapsobligasjoner kan medføre tap som følge av mislighold ved konkurs eller ved såkalte kreditthendelser, herunder endringer i lånebetingelser og konvertering til aksjer. Ved å spre obligasjonsporteføljen i SPN bredere enn referanseindeksen kan antallet kreditthendelser bli større, men samtidig vil betydningen for obligasjonsporteføljen av hver enkelt kreditthendelse typisk være mindre. Videre vil ikke alle kreditthendelser nødvendigvis medføre tap for investor, ettersom verdifall kan reverseres senere.

Folketrygdfondet viser til at i perioden siden 2007 har verditapet ved kreditthendelser vært mindre i SPN enn i referanseindeksen, slik at slike hendelser isolert sett ga et positivt bidrag på 0,02 prosentenheter til meravkastningen.

Folketrygdfondet viser til at en svakhet ved nedbrytingen av meravkastningen på ulike strategier er at den er gjort i etterkant, og derfor må oppfattes som en subjektiv kategorisering.¹² Som grunnlag for investeringene gjør Folketrygdfondet selskaps-spesifikke vurderinger som er basert på både kvantitative og kvalitative kriterier. Inndelingen vist i tabell 4.7 må derfor ifølge Folketrygdfondet anses å være en partiell analyse.

¹² For 2018 er kategoriseringen av ulike aktive posisjoner foretatt ved inngangen til året.

Tabell 4.7 Bidrag til brutto meravkastning fra ulike investeringsstrategier i periodene januar 2007 – september 2018 og januar 2015 – september 2018. Prosentenheter

	Januar 2007 – september 2018	Januar 2015 – september 2018
Aksjeforvaltning	0,76	0,54
<i>Kvalitet</i>	0,51	0,24
<i>Unngå overoptimisme</i>	0,21	0,11
<i>Strukturelle trender</i>	0,05	0,17
<i>Andre kriterier</i>	0,00	0,02
Obligasjonsforvaltning	0,29	0,19
<i>Kredittpremier</i>	0,29	0,18
<i>Renteavvik</i>	0,00	0,01
Avledede strategier	0,03	0,05
Allokering	-0,02	0,00
Sum differanseavkastning	1,06	0,78

Kilde: Folketrygdfondet.

Risikotaking i forvaltningen

I mandatet for forvaltningen av SPN har Finansdepartementet fastsatt en ramme for avvik fra referanseindeksen på tre prosentenheter, målt ved forventet relativ volatilitet. Utnyttelsen av rammen for avvik fra referanseindeksen har vært relativt lav de siste årene. Ved utgangen av september 2018 var forventet relativ volatilitet om lag 0,6 prosentenheter i SPN, om lag tilsvarende som gjennomsnittlig rammeutnyttelse i perioden januar 2015 – september 2018. Folketrygdfondet påpeker at endringer i porteføljen og referanseindeksen, samt endringer i markedsvolatilitet og samvariasjon mellom sektorer, har bidratt til at relativ risiko har falt i perioden etter 2009. I strategisk plan viser Folketrygdfondets styre til at forventet relativ volatilitet normalt vil være i intervallet 0,5 til 1,5 prosentenheter.

4.3.5 Kostnader ved passiv forvaltning

Å investere fullt ut i tråd med referanseindeksen, såkalt passiv forvaltning, er ikke kostnadsfritt. Ved passiv forvaltning vil det blant annet påløpe faste kostnader. I tillegg påløper transaksjonskostnader ved kjøp og salg av verdipapirer som skyldes endringer i sammensetningen av referanseindeksen. Avkastningen av referanseindeksen for SPN er ikke justert for slike kostnader. På den annen side vil utlån av verdipapirer gi inntekter som kommer i tillegg til referanseindeksens avkastning.

Anslåtte kostnader ved passiv forvaltning

Det er mulig å anslå hvor mye av dagens kostnader som ville påløpt også ved passiv forvaltning og hvor mye som kan tilskrives Folketrygdfondets aktive forvaltning. Slike anslag vil imidlertid være usikre. I rapporten fra konsultentselskapet CEM Benchmarking Inc.¹³ er forvaltningskostnadene ved en tenkt passiv forvaltning av SPN vurdert med utgangspunkt i kostnader for andre fond. Kostnadene ved passiv forvaltning anslås i rapporten til i størrelsesorden fem basispunkter i 2017. Det er noe lavere enn de faktiske forvaltningskostnadene for SPN på syv basispunkter samme år.

Folketrygdfondet anslår i brevet til Finansdepartementet at passiv forvaltning av SPN ville kostet om lag fire basispunkter per år både i perioden siden januar 2007 og januar 2015. Folketrygdfondet peker videre på at SPNs størrelse i det norske verdipapirmarkedet og kravene Finansdepartementet stiller til ansvarlig forvaltningsvirksomhet gjør at det er relevant å inkludere merkostnader ved eierskapsarbeid i kostnadene ved passiv forvaltning. Folketrygdfondet har anslått disse kostnadene til nær ett basispunkt. Samlede kostnader ved passiv forvaltning, inkludert eierskapsarbeid, anslås dermed til om lag fem basispunkter i begge periodene.

I anslagene gjengitt over er verken inntekter fra utlån av verdipapirer eller transaksjonskostna-

¹³ Se avsnitt 4.2.7.

Tabell 4.8 Estimert verdiskaping ved Folketrygdfondets forvaltning av SPN i periodene januar 2007 – september 2018 og januar 2015 – september 2018. Basispunkter per år

	Siden 2007	Siden 2015
Brutto meravkastning	106	78
Faktiske forvaltningskostnader	8	8
<i>Netto meravkastning</i>	98	70
Forvaltningskostnader ved passiv forvaltning (inkl. eierskap)	-5	-5
Estimerte transaksjonskostnader ved passiv forvaltning	-7	-4
Netto inntekter fra provisjon og utlån	2	4
<i>Estimert meravkastning ved passiv forvaltning</i>	-10	-5
<i>Anslag på netto verdiskaping</i>	108	75

Kilde: Folketrygdfondet

der som skyldes endringer i indeksen eller tilbakevekting tatt med. Folketrygdfondet har anslått gjennomsnittlige, årlige transaksjonskostnader knyttet til indeksendringer og tilbakevektinger til syv basispunkter siden 2007 og fire basispunkter for perioden siden 2015. Disse kostnadene vil svinge over tid, blant annet avhengig av størrelsen på og hyppigheten av tilbakevektingene.

Folketrygdfondet har videre beregnet årlige inntekter ved utlån av verdipapirer til to basispunkter siden januar 2007 og fire basispunkter siden januar 2015. Økningen i inntekter fra verdipapirutlån de siste årene reflekterer ifølge Folketrygdfondet en beslutning om å øke innsatsen innen såkalte avledede strategier. Folketrygdfondet peker på at både hvor mye som skal lånes ut og videreplassering av mottatt kontantsikkerhet er aktive beslutninger som må baseres på kompetanse hos forvalter. Folketrygdfondet peker derfor på at det er usikkert hvor stor andel av utlånsinntektene som kunne vært oppnådd ved en tenkt indeksforvaltning av SPN.

I sum viser Folketrygdfondets anslag at en tenkt passiv forvaltning av SPN siden januar 2007 ville gitt ti basispunkter lavere avkastning enn referanseindeksen, se tabell 4.8. I perioden siden januar 2015 anslås mindreakstningen ved en passiv forvaltning til fem basispunkter.

Anslag på netto verdiskaping

Netto verdiskaping er forskjellen mellom faktisk avkastning og avkastningen en kunne oppnådd

ved en tenkt passiv forvaltning, etter at alle kostnader er trukket fra. Basert på anslagene gjengitt over, har Folketrygdfondet anslått netto, årlig verdiskaping i SPN siden januar 2007 til 108 basispunkter. Det er to basispunkter *høyere* enn rapportert meravkastning før fratrukk for kostnader, såkalt brutto meravkastning. I perioden siden januar 2015 anslås netto verdiskaping til 75 basispunkter, som er tre basispunkter *lavere* enn brutto meravkastning i samme periode.

Økte inntekter fra verdipapirutlån bidrar til at anslaget for netto verdiskaping de siste fire årene er lavere enn brutto meravkastning. Folketrygdfondet peker på at de økte inntektene ved verdipapirutlån følger av aktive beslutninger, og mener derfor at en ikke bør bruke disse som et argument for å redusere anslaget for netto verdiskaping. Folketrygdfondet anser at analysene av relevante kostnads- og inntektskomponenter ved en tenkt passiv forvaltning støtter opp under tidligere vurderinger om at brutto meravkastning er et hensiktsmessig mål på verdiskapingen ved aktiv forvaltning.

4.3.6 Ansvarlig forvaltningspraksis

Finansdepartementet har som ambisjon at den ansvarlige forvaltningen av Statens pensjonsfond skal være i tråd med ledende praksis internasjonalt. I forbindelse med gjennomgangen av Norges Banks forvaltning av SPU, som ble omtalt i fjorårets fondsmelding, utarbeidet konsulentselskapet Inflection Point Capital Management (IPCM) på

oppdrag fra Finansdepartementet en rapport om ledende praksis for ansvarlig forvaltning internasjonalt.¹⁴

Rapporten fra IPCM understreker at det ikke finnes én modell for ansvarlig forvaltning som passer alle kapitalforvaltere eller fond. Variasjoner i blant annet fondenes formål, mandat, størrelse og underliggende juridiske rammeverk påvirker hvilke strategier for ansvarlig forvaltning som er mest hensiktsmessige. Likevel identifiserer IPCM flere fellestrekk hos ledende kapitalforvaltere og fond på dette feltet.

Departementet har bedt Folketrygdfondet om å redegjøre for ansvarlig forvaltningspraksis i SPN i lys av IPCMs omtale av organisering, virkemiddelbruk og ressursbruk internasjonalt. Finansdepartementet har videre bedt Folketrygdfondet om vurderinger av hvordan potensielle vekselvirkninger mellom eierskapsutøvelsen og den aktive forvaltningen utnyttes.

Tilpasning av strategi og aktiviteter til fondets særtrekk

Mandatet fra Finansdepartementet stiller krav om at Folketrygdfondet skal integrere arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet i forvaltningen av SPN. Den overordnede målsettingen i eierskapsutøvelsen skal være å sikre SPNs finansielle interesser. Det er tatt utgangspunkt i fondets særtrekk og lagt opp til at den ansvarlige forvaltningsvirksomheten skal vektlegge fondets lange tidshorisont.

Folketrygdfondets styre har utformet prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i tråd med mandatet fra Finansdepartementet. Prinsippene tar utgangspunkt i at Folketrygdfondet skal være en ansvarlig investor og eier med mål om å levere høyest mulig avkastning over tid, etter kostnader og innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen. Prinsippene legger vekt på ledelsens ansvar for integrering av hensynet til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring i forvaltningen, og bygger på internasjonalt anerkjente prinsipper som FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse, OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper samt Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. I *strategisk plan for forvaltningen av SPN* har Folketrygdfondets styre gitt en nærmere beskrivelse av tilpasningen av arbeidet med ansvarlig forvaltning til fondets særtrekk.

Integrering i forvaltningen og virkemiddelbruk

Virkemiddelbruken og tilpasningen av arbeidet med ansvarlig forvaltning til Folketrygdfondets særtrekk, portefølje og bruk av ulike finansielle instrumenter er beskrevet i dokumentet *Folketrygdfondets eierskapsutøvelse*, fastsatt av administrerende direktør. Her fremheves det langsiktige perspektivet som legges til grunn for investeringene og betydningen av velfungerende norske markeder. Fondet er den største institusjonelle enkeltinvestoren i det norske finansmarkedet, og som en ansvarlig forvalter arbeider Folketrygdfondet for å påvirke selskapenes virksomhetsstyring og markeds plassene. Ifølge Folketrygdfondet er det avgjørende for den langsiktige avkastningen av SPN at selskapene fondet er investert i leverer gode resultater på lang sikt og at kapitalmarkedene er effektive og velfungerende.

Folketrygdfondet peker på at en integrert tilnærming til ansvarlig forvaltning innebærer en systematisk oppfølging av vesentlige muligheter og utfordringer knyttet til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring, samt at fondet er en krevende eier som bidrar til å maksimere selskapenes potensial. Folketrygdfondet nevner en rekke forhold som viser til hvordan arbeidet med ansvarlig forvaltning integreres i forvaltningen. Forvaltningen er teambasert, med én person dedikert til ansvarlig forvaltning. Ansvarlig forvaltning er integrert i investeringsbeslutninger gjennom innspill til porteføljemøter, selskapsanalyser og kredittmodeller. Ansvarlig forvaltning er et fast punkt i godkjenningssprosessen for nye aksjeinvesteringer i Norge, og analyser gjennomføres av miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring før obligasjonsinvesteringer. Vesentlige temaer relatert til bærekraft inngår videre i dialogen med selskapene. Forvaltningsavdelingene har et årshjul for opplæring innenfor ansvarlig forvaltning som inkluderer ett tiltak per kvartal. Ansvarlig forvaltning inngår også i den regelmessige rapporteringen til investeringskomiteen og styret.

Folketrygdfondet samarbeider med andre investorer primært ved å bidra til initiativer for å utvikle markedsstandarder. Ifølge Folketrygdfondet er dette særlig hensiktsmessig gitt SPNs størrelse i det norske markedet. Eksempelvis er Folketrygdfondet aktiv i Norsif, Eierforum, Styre-instituttet og Norske Finansanalytikeres Forening. I 2018 samarbeidet Folketrygdfondet med andre markedsaktører i utformingen av en Norsif-rapport om ansvarlig renteforvaltning i det

¹⁴ Se IPCM (2017) *Mapping of global responsible investment best practices*, tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider.

norske markedet, samt Norsk Restruktureringsforums *Norsk anbefaling for restruktureringsprosesser*. I den konkrete dialogen med selskaper har Folketrygdfondet samarbeidet med andre norske investorer om temaer som blant annet implementeringen av anbefalingene til Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Formålet med slike samarbeid er ifølge Folketrygdfondet blant annet å effektivisere kommunikasjonsarbeidet overfor selskapene.

Utnyttelse av vekselvirkninger mellom eierskapsutøvelsen og den aktive forvaltningen

Folketrygdfondet viser til at aktiv forvaltning gir større muligheter for å benytte seg av hele spekteret av verktøy for miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring, sammenlignet med passive indeksinvesteringer. Både aktiv forvaltning og eierskapsutøvelse krever inngående kjennskap til selskapene. Samtaler med selskapenes ledelse og styre gir Folketrygdfondet et grunnlag for å forstå resultatutvikling, strategi, konkurransesituasjon og vekstmuligheter, noe som er viktig for å kunne ta gode investeringsbeslutninger. Samtidig gir samtalen Folketrygdfondet mulighet til å være en krevende eier og til å gi uttrykk for sine forventninger til selskapene.

Folketrygdfondet peker på at faktorer knyttet til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring inngår i vurderingene av kvalitetsselskaper i strategier for verdipapirseleksjon i aksjeforvaltningen, samt for å belyse potensiell nedsiderisiko ved manglende håndtering av miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring. Videre peker Folketrygdfondet på at kjennskap til selskaper gjennom flere tiår med aktiv forvaltning bidrar til å kunne se selskapenes tilnærming til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring i en bredere kontekst og til å være en krevende eier. Ifølge Folketrygdfondet medfører innslaget av aktiv forvaltning i SPN at fondet er en bedre eier, samtidig som eierskapsutøvelsen gjør Folketrygdfondet til en bedre aktiv forvalter.

4.3.7 Departementets vurderinger

Finansdepartementets mandat for SPN åpner for at Folketrygdfondet kan avvike noe fra referanseindeksen, med mål om å oppnå meravkastning og en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget. Omfanget av slike avvik, såkalt aktiv forvaltning, er samtidig begrenset. Analyser tyder på at avvikene Folketrygdfondet tar fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet kun forklarer en liten andel av de historiske sving-

ningene i avkastningen av SPN, og at denne andelen har falt over tid. Målt på denne måten kan forvaltningen av SPN karakteriseres som indeksnær.

Analyser tyder på at Folketrygdfondet i forvaltningen av SPN har oppnådd høyere avkastning enn referanseindeksen fastsatt av departementet. Dette gjelder både for perioden siden januar 1998, siden omleggingen av mandatet for forvaltningen av SPN fra januar 2007 og siden forrige gjennomgang av forvaltningen i 2015. For perioden fra januar 2007 til september 2018 har Folketrygdfondet i gjennomsnitt oppnådd en årlig avkastning av SPN som er 1,1 prosentenheter høyere enn referanseindeksen fastsatt av departementet. I perioden siden januar 2015 har Folketrygdfondet oppnådd en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,8 prosentenheter. Departementet mener resultatene i forvaltningen av SPN alt i alt fremstår som gode.

Departementet har merket seg at Folketrygdfondet har oppnådd meravkastning både i aksje- og obligasjonsforvaltningen. Brutt ned på enkeltstrategier, slik det er målt i perioden fra 2007, kommer meravkastningen i all hovedsak fra verdipapirseleksjon i aksjeforvaltningen og høsting av kredittpremier i obligasjonsforvaltningen.

Departementet har videre merket seg at Folketrygdfondets forvaltning har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i SPN sammenliknet med fondets referanseindeks. Folketrygdfondets gjennomføring av forvaltningen synes ikke å være innrettet med sikte på å øke markedsrisikoen i SPN.

Forvaltningskostnadene i SPN er lave sammenlignet med andre fond, målt som andel av kapital til forvaltning. Det tyder på at Folketrygdfondet klarer å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen.

Folketrygdfondet anslår netto verdiskaping i forvaltningen av SPN i perioden fra januar 2007 til september 2018 til å være to basispunkter *høyere* enn rapportert meravkastning før fratrukket for kostnader, såkalt brutto meravkastning. Departementet har tidligere pekt på brutto meravkastning som et godt mål på netto verdiskaping. Høye nettoinntekter fra verdipapirlån og lave transaksjonskostnader ved indekssendringer og tilbakevekting av aksjeandelen i SPN, har medført at anslaget på netto verdiskaping de siste fire årene siden forrige gjennomgang av forvaltningen i 2015 er tre basispunkter *lavere* enn brutto meravkastning. Det indikerer at brutto meravkastning de siste årene til en viss grad overvurderer Folketrygdfondets netto verdiskaping. Folketrygdfondet peker på at de økte inntektene fra

verdipapirutlån reflekterer en beslutning om å øke ressursinnsatsen på dette området, og anser at de økte inntektene ikke bør brukes som et argument for at anslaget for verdiskaping er redusert. Departementet vil peke på at både inntekter fra verdipapirutlån og transaksjonskostnader som skyldes indeksendringer og tilbakevektninger kan variere fra år til år. Departementet anser fortsatt at brutto meravkastning er et rimelig anslag på netto verdiskaping for SPN, men mener det er hensiktsmessig å vurdere dette med jevne mellomrom.

Folketrygdfondet ble som del av gjennomgangen bedt om å redegjøre for arbeidet med ansvarlig forvaltningspraksis i SPN i lys av konsulentrapporten utarbeidet av IPCM om beste praksis internasjonalt for denne typen arbeid. Departe-

mentet har merket seg at Folketrygdfondets tilnærming til ansvarlig forvaltningsvirksomhet har fellestrekk med ledende investorer på dette feltet, som identifisert av konsultantselskapet IPCM. Departementet har videre merket seg at Folketrygdfondets styre har fastsatt prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i SPN, mens virkemiddelbruken i den ansvarlige forvaltningen fastsettes av administrasjonen. Videre viser Folketrygdfondet til at den ansvarlige forvaltningsvirksomheten er integrert i forvaltningen av SPN, herunder ved at vesentlige temaer relatert til bærekraft inngår i dialogen med selskapene og at ansvarlig forvaltning er et fast punkt i godkjenningsprosessen for nye aksjeinvesteringer i Norge. Folketrygdfondet bidrar videre til initiativer for å utvikle markedsstandarder.

5 Statens pensjonsfond Norge: videreutvikling av strategi og forvaltning

5.1 Rammen for avvik fra referanseindeksen

5.1.1 Innledning

I mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN) er det lagt opp til at Folketrygdfondet kan avvike noe fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet, innenfor gitte risikorammer. Formålet er å legge til rette for at Folketrygdfondet har et visst handlingsrom til å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og til å søke å oppnå meravkastning i forvaltningen. Departementet har blant annet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet. Forventet relativ volatilitet er et uttrykk for hvor mye den annualiserte avkastningsforskjellen mellom SPN og referanseindeksen kan ventes å variere. Rammen for forventet relativ volatilitet har ligget fast på 3 prosentenheter siden 2008, etter å ha blitt redusert fra 3,5 prosentenheter i 2007, se figur 5.1.

Avsnitt 4.3 gjør rede for en gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av SPN. Som del av disse gjennomgangene, vurderer Finansdepartementet om rammen for forventet relativ volatilitet bør endres. Dagens ramme og vurderinger fra Folketrygdfondet er omtalt i avsnitt 5.1.2, mens departementets vurderinger er gitt i avsnitt 5.1.3.

5.1.2 Dagens ramme og vurderinger fra Folketrygdfondet

Som ledd i arbeidet med å gjennomgå Folketrygdfondets forvaltning av SPN, ble Folketrygdfondet bedt om å vurdere om dagens rammer for forvaltningen er hensiktsmessig utformet. Finansdepartementet mottok Folketrygdfondets vurderinger i brev 14. desember 2018.

Folketrygdfondet viser i brevet til at utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet har ligget mellom 0,5 og 0,8 prosentenheter i de fire årene siden departementet sist gikk gjennom forvaltningen. Det pekes på at den lave utnyttelsen av rammen for relativ volatilitet dels skyldes at den aktive risikotakingen i forvaltningen har avtatt

etter finanskrisen og dels at den målte relative risikoen er redusert som følge av markedsforholdene, uavhengig av den aktive posisjons-takingen. I brevet orienteres det om at Folketrygdfondet har holdt fast ved de valgte aktive strategiene, og at forventet avkastning av mulige nye strategier for tiden vurderes som lav. Videre pekes det på den betydelige veksten i markedsverdien av SPN virker begrensende på mulighetene til å avvike fra referanseindeksen. Folketrygdfondet har ikke gitt råd om at rammen for forventet relativ volatilitet bør endres.

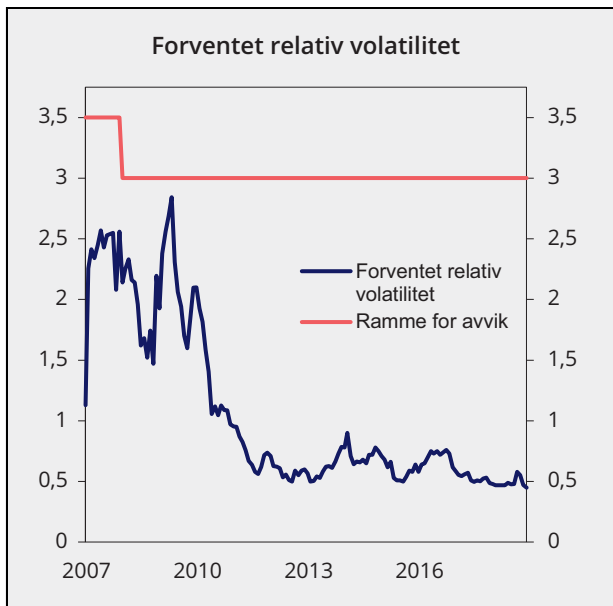
Dagens mandat for forvaltningen av SPN ble fastsatt i 2007 og har ifølge Folketrygdfondet fungert godt. I brevet peker Folketrygdfondet på at SPN siden 2007 har vokst betydelig og blitt en enda større investor på Oslo Børs. Det pekes videre på at finansmarkedet har utviklet seg de siste ti årene. For å sikre gode rammebetingelser for forvaltningen av SPN også fremover, skriver Folketrygdfondet at det er formålstjenlig å vurdere endringer i mandatet. Folketrygdfondet vil arbeide med slike vurderinger og komme tilbake til Finansdepartementet i løpet av 2019.

5.1.3 Departementets vurderinger

Ved utgangen av 2018 var den målte forventede relative volatiliteten i forvaltningen av SPN om lag 0,4 prosentenheter. Folketrygdfondet utnyttet dermed kun en mindre andel av rammen for avvik fra referanseindeksen på 3 prosentenheter. Utnyttelsen har også vært begrenset samlet sett i perioden siden rammen sist ble vurdert i 2015, se figur 5.1.

Departementet vil peke på at en lav utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet må ses i sammenheng med det relativt lave nivået på markedsvolatilitet i denne perioden. Lav markedsvolatilitet vil isolert sett bidra til en lavere målt forventet relativ volatilitet.¹ Dersom markedsrisikoen

¹ Se Meld. St. 21 (2014–2015) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014* for en drøfting av ulike forhold som påvirker anslag for forventet relativ volatilitet.



Figur 5.1 Ramme for og faktisk utnyttelse av forventet relativ volatilitet. Prosentenheter

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

fremover skulle øke, vil trolig også utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet i SPN øke, selv uten at Folketrygdfondet gjør endringer i fondets investeringer.

Styret i Folketrygdfondet viser i den strategiske planen for forvaltningen av SPN til at utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet normalt vil ligge mellom 0,5 og 1,5 prosentenheter. Departementet har merket seg at Folketrygd-

fondet i risikostyringen synes å ta høyde for at økt markedsvolatilitet i seg selv vil kunne øke utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet.

Folketrygdfondet har historisk oppnådd mer-avkastning ved å avvike fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Årlig avkastning av SPN, målt over perioden 2007–2018, har i gjennomsnitt vært om lag én prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen i samme periode, og i gjennomsnitt 0,7 prosentenheter høyere siden 2015. Departementet mener resultatene Folketrygdfondet har oppnådd i forvaltningen av SPN fremstår som gode, også vurdert i forhold til utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet.

Folketrygdfondet er en stor investor på Oslo Børs og veksten i markedsverdien av SPN siden 2007 kan være en medvirkende årsak til at Folketrygdfondet ikke utnytter en større andel av rammen for forventet relativ volatilitet. Avvik fra referanseindeksen kan eksempelvis begrenses av høye eierandeler i enkeltelskaper og begrenset likviditet i markedet. Departementet har merket seg at Folketrygdfondet i brev 14. desember 2018 varsler at det vil komme tilbake i løpet av 2019 med en vurdering av om mandatet for forvaltningen av SPN bør endres for å ta hensyn til dette. Det taler etter departementets syn mot å gjøre endringer i rammen for avvik fra referanseindeksen nå.

Etter en samlet vurdering legger departementet opp til å holde Folketrygdfondets ramme for avvik fra referanseindeksen, målt ved forventet relativ volatilitet, uendret på 3 prosentenheter.

6 Ansvarlig forvaltning

6.1 Dagens rammeverk

Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN) er finansielle investorer. Målsettingen er høyest mulig avkastning innenfor et akseptabelt risikonivå. Fondene skal være ansvarlige investorer innenfor det overordnede finansielle målet. Dette kommer blant annet til uttrykk gjennom retningslinjer og rammer for Norges Banks og Folketrygdfondets arbeid med den ansvarlige forvaltningen av henholdsvis SPU og SPN.

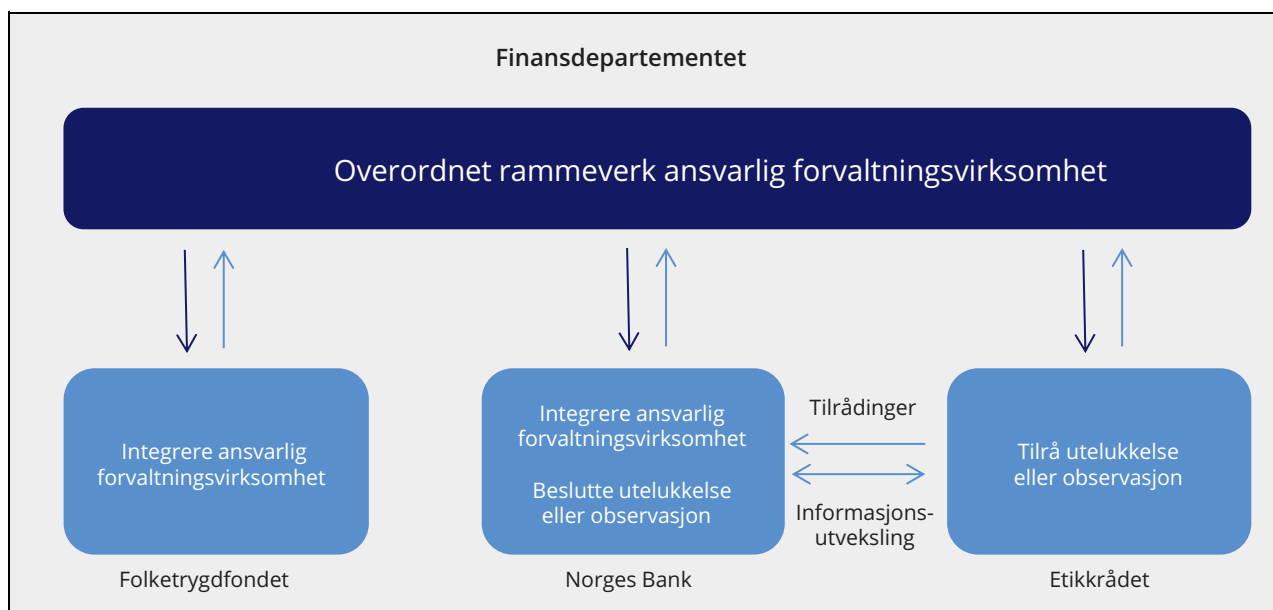
Finansdepartementet har i mandatene for både SPU og SPN lagt til grunn at god avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling og av velfungerende markeder. En slik sammenheng antas særlig å gjelde for store, bredt diversifiserte og langsiktige fond, hvor avkastningen over tid vil være nær knyttet til utviklingen i den globale verdiskapingen.

I mandatene for de to fondene er det vist til internasjonale prinsipper og standarder som FNs Global Compact, retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse fra OECD/G20 og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, se boks 6.1. Mandatet for SPN viser også til anbefalinger fra

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES). Norges Bank og Folketrygdfondet legger disse standardene til grunn for sitt arbeid med ansvarlig forvaltning.

Norges Bank og Folketrygdfondet tar investeringsbeslutninger og utøver eierrettigheter uavhengig av departementet, i tråd med fastsatte mandater og retningslinjer. Det er verken ønskelig eller mulig å detaljregulere eller styre den operative forvaltningen av de to fondene fra Finansdepartementet. En slik arbeidsdeling har bred støtte i Stortinget.

Hensyn til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring er en integrert del av forvaltningen av SPU og SPN. Viktige virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltning er å fremme prinsipper og forventninger basert på internasjonale og anerkjente standarder. Forvalterne deltar også i arbeidet med å videreutvikle standarder. Videre har Norges Bank og Folketrygdfondet dialog med selskaper om aktuelle temaer og saker, og de stemmer på generalforsamlinger i selskaper som fondene er investert i. Risikohåndtering er også en viktig del av arbeidet med ansvarlig forvaltning av fondsmidlene.



Figur 6.1 Roller og ansvar i den ansvarlige forvaltningen

Kilde: Finansdepartementet.

Boks 6.1 Standarder og prinsipper

Mandatene for SPU og SPN viser til standarder og prinsipper fra OECD og FN, som rammer for ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Mandatet for SPN viser også til anbefalinger fra Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES). Standardene er frivillige, ikke juridisk bindende anbefalinger. De uttrykker forventninger til selskapsstyring og selskapers håndtering av blant annet miljø og samfunnsmessige forhold.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper inneholder anbefalinger om ansvarlig næringsliv for selskaper med internasjonal virksomhet, og har som mål å fremme bærekraftig utvikling gjennom ansvarlig drift, handel og investeringer.

Retningslinjene ble lansert i 1976 og sist oppdatert i 2011. Retningslinjene er bindende for statene som har vedtatt dem. Retningslinjenes frivillige karakter innebærer at det ikke stilles krav til virksomhetens etterlevelse i rettslig forstand. Det er samtidig en forventning om at selskaper følger retningslinjene, men det enkelte selskap må selv vurdere hvordan retningslinjene best kan gjennomføres.

Retningslinjene dekker hele bredden av næringslivets samfunnsansvar og bygger på anerkjente FN-standarder. I retningslinjene oppfordres selskaper til ikke å forårsake eller bidra til negativ påvirkning på samfunn, mennesker eller miljø gjennom egen virksomhet, og å håndtere tilfeller der dette skjer. Videre gis det veiledning i hvordan selskaper bør følge opp sine forretningsrelasjoner og leverandørkjeder. Retningslinjene ber også selskapene gjennomføre såkalte aktsomhetsvurderinger («due diligence») for å kartlegge risikoen for negativ påvirkning og sikre at de lever opp til forventningene i retningslinjene. OECD har utarbeidet en veileder for hvordan slike aktsomhetsvurderinger kan gjennomføres i praksis, samt egne veiledere for enkelte utvalgte sektorer, blant annet for institusjonelle investorer.

Land som har sluttet seg til OECDs retningslinjer er forpliktet til å opprette nasjonale kontaktpunkter for ansvarlig næringsliv. Kontaktpunktene skal spre kunnskap om retningslinjene og tilby dialog og mekling i enkeltsaker. Det norske kontaktpunktet er organisert som et uavhengig faglig organ, og er administrativt underlagt Utenriksdepartementet.

FNs Global Compact

FNs Global Compact ble lansert i 2000 og er et bredt samarbeid mellom FN og næringslivet, med mål å fremme næringslivets samfunnsansvar. Det er i dag

over 12 000 tilsluttede deltakere fra om lag 160 land. Selskapene oppfordres til å integrere i forretningsvirksomheten ti overordnede prinsipper om menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljø og anti-korrupsjon. Prinsippene er utledet fra FNs verdenserklæring om menneskerettigheter, ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet, Rio-erklæringen om miljø og utvikling og FN-erklæringen mot korrupsjon. Global Compact oppfordrer dessuten selskaper til å støtte FNs bærekraftsmål. Deltakere forventes å rapportere om arbeidet med implementering av prinsippene i sin virksomhet, enten gjennom årsrapporteringen eller i en egen bærekraftsrapport.

G20/OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse

G20/OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse («corporate governance») ble lansert i 1999 og søker å klargjøre rolle- og ansvarsfordelingen mellom eierne, styret og ledelsen i et selskap. Prinsippene skal bidra til beste praksis for åpenhet og innsyn, behandling av aksjonærer samt styrets ansvar og forpliktelser. Prinsippene gir også innspill til institusjonelle investorers atferd og til etableringen av velfungerende aksjemarkeder.

Prinsippene er basert på at god styring over tid støtter opp om selskapenes verdiutvikling, tilgang på finansiering og velfungerende kapitalmarkeder. En effektiv styring av selskaper og allokering av kapital vil igjen fremme velferd og økonomisk vekst generelt. Reviderte prinsipper ble lansert i 2015 og fikk tilslutning fra G20.

Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) utgir den norske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse. Formålet er at selskaper som er notert på regulerte markeder i Norge skal ha en eierstyring og selskapsledelse som klargjør rolledelingen mellom aksjeeiere, styre og daglig ledelse utover det som følger av lovgivingen. Det er lagt til grunn at god eierstyring og selskapsledelse vil styrke tilliten til selskapene og bidra til størst mulig verdiskaping over tid, til beste for aksjeeiere, ansatte og andre interessenter. Etter norsk regnskapslov skal selskaper notert på regulerte markeder i Norge årlig gjøre rede for sine prinsipper og praksis vedrørende foretaksstyring. Videre angir reglene for Oslo Børs og Oslo Axess at selskaper som er noterte på disse markedsplassene skal gi en redegjørelse knyttet til den norske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse. En revidert anbefaling om eierstyring og selskapsledelse ble gitt ut i 2018.

Boks 6.2 Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Retningslinjene inneholder kriterier for utelukkelse som enten er basert på selskapenes produkter eller deres atferd. Dersom det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt kan selskaper settes til observasjon.

Produktkriteriene

Fondet *skal ikke* være investert i selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer:

- produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper,
- produserer tobakk, eller
- selger våpen eller militært materiell til stater der fondet ikke tillates å investere i statsobligasjoner (statsobligasjonsunntaket).

Våpenkriteriet omfatter kjemiske våpen, biologiske våpen, antipersonellminer, udetekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, klasevåpen og kjernevåpen.¹ Fondet skal heller ikke være investert i selskaper som utvikler eller produserer sentrale komponenter til denne typen våpen.

Kriteriet for tobakk er begrenset til selve tobakksproduktet, og omfatter ikke tilhørende produkter som filter og smakstilsetninger eller salg av tobakksprodukter. Alle selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer dyrker tobakksplanter eller bearbeider tobakk frem til sluttproduktet, skal utelukkes. Tobakk er et produkt som skiller seg ut ved at det er risiko for alvorlig sykdom og død som følge av normal bruk. Dette gjenspeiles i strenge reguleringer, både nasjonalt og internasjonalt. Ved beslutningen i 2009 om å utelukke tobakksprodusen-

ter fra SPU forelå det en internasjonal konvensjon om tobakkskontroll, og lovgivingen var strammet markert inn både i Norge og andre land.

I tillegg innebærer det produktbaserte kullkriteriet at det *kan* besluttes observasjon eller utelukkelse for gruveselskaper og kraftprodusenter som selv, eller konsolidert med enheter de kontrollerer, får 30 pst. eller mer av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer 30 pst. eller mer av sin virksomhet på termisk kull. Kullkriteriet er nærmere omtalt i avsnitt 6.3.

Det er bred politisk enighet om at det bør være en høy terskel for å utelukke hele sektorer fra fondet.

Atferdskriteriene

Observasjon eller utelukkelse *kan* besluttes for selskaper der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for:

- grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid eller de verste former for barnarbeid,
- alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner,
- alvorlig miljøskade,
- handlinger eller unnlatelser som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser,
- grov korrupsjon, eller
- andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

Klimakriteriet og menneskerettighetskriteriet er nærmere omtalt i henholdsvis 6.4 og 6.5.

¹ Se Revidert nasjonalbudsjett 2004.

Finansdepartementet innførte etisk motiverte retningslinjer for forvaltningen av SPU i 2004. Disse er senere blitt oppdatert og revidert. Noen av kriteriene i retningslinjene er basert på selskapenes produkter, som tobakk, våpen og kull. Andre kriterier er basert på selskapenes atferd, som grove brudd på menneskerettigheter eller alvorlig miljøskade. De etisk motiverte

retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU er omtalt i boks 6.2.

Figur 6.1 viser rolle- og ansvarsdelingen for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i SPU og SPN. Norges Bank og Folketrygdfondet forvalter henholdsvis SPU og SPN basert på mandatene fastsatt av departementet. Etikkrådet arbeider med utgangspunkt i retningslinjene for observasjon og

utelukkelse fra SPU. Beslutninger om observasjon og utelukkelse av selskaper fra fondet tas av Norges Bank, basert på tilrådinge fra Etikkrådet. Det er gitt unntak for det produktbaserte kullkriteriet, der Norges Bank kan ta beslutninger uten en tilråding fra Etikkrådet. Arbeidsdelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank legger til rette for en hensiktsmessig sammenheng mellom virkemidlene innen ansvarlig forvaltning.

Mandatet fra Finansdepartementet innebærer at SPU ikke er investert i rentebærende instrumenter utstedt av stater som er gjenstand for omfattende FN-sanksjoner eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang, og der Norge har sluttet opp om tiltakene. Finansdepartementet beslutter hvilke land som omfattes av denne bestemmelsen, etter innspill fra Utenriksdepartementet. Landlisten vurderes jevnlig, ettersom internasjonale sanksjoner og tiltak endres over tid.¹

Norges Banks og Folketrygdfondets arbeid med ansvarlig forvaltning er nærmere omtalt i avsnitt 6.2.

6.2 Arbeidet med ansvarlig forvaltning

Dette avsnittet gjør rede for Norges Banks, Etikkrådets og Folketrygdfondets gjennomføring av arbeidet med ansvarlig forvaltning.

6.2.1 Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning

Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning tar utgangspunkt i mandatet fra Finansdepartementet og de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Banken legger årlig frem en egen publikasjon om de tre hoveddelene i sitt arbeid: sette prinsipper, utøve eierskap og investere ansvarlig.

Sette prinsipper

Norges Bank ønsker å bidra til utviklingen av standarder som ivaretar fondets langsiktige interesser. Banken anser at arbeid med standarder er en effektiv måte å bidra til velfungerende markeder og god styring av selskaper, gjennom å skape likere vilkår og mer bærekraftig virksomhet på tvers av markeder. Over tid kan standardsetting også bidra til å påvirke selskapenes praksis. Det legges vekt på brede internasjonale standarder og prinsipper, her-

under FNs Global Compact, G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Mandatet fra Finansdepartementet viser til disse standardene, se boks 6.1. Hovedstyret i Norges Bank har fastsatt prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet som viser til ytterligere internasjonale standarder, herunder FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) og FN-konferansen for handel og utvikling (UNCTAD) sine prinsipper for ansvarlige statlige utlån og låneopptak. I tillegg arbeider banken med standarder som kan gjelde spesifikke bransjer eller temaer.

Norges Bank avga i fjor uttalelser i 13 offentlige høringer om ulike forhold, herunder aksjer med ulik stemmerett, nasjonale anbefalinger for selskapsstyring, gode systemer for stemmegivning og standarder for selskapsrapportering. Videre hadde banken i løpet av året møter med regulatoriske myndigheter i flere markeder og deltok både i internasjonale fora og diskusjoner om utviklingen av standarder. Banken har blant annet deltatt i et initiativ i regi av FNs Global Compact, der målet er å utvikle et rammeverk for hvordan internasjonalt næringsliv kan fremme bærekraftig bruk av havressurser.

Norges Bank foretar egne prioriteringer innenfor rammen av internasjonalt anerkjente standarder, med utgangspunkt i mandatet fastsatt av Finansdepartementet og fondets egenskaper. Banken uttrykker forventninger overfor selskaper fondet er investert i gjennom egne offentlige dokumenter og direkte kontakt med selskapene.

Forventningsdokumentene gir uttrykk for hvilke forventninger banken som finansiell investor har til selskapene fondet er investert i, og hvordan de forholder seg til ulike utfordringer i sin virksomhet. Forventningene banken stiller bygger blant annet på de anerkjente internasjonale prinsippene det vises til i mandatet fra Finansdepartementet. Forventningsdokumentene retter seg først og fremst mot selskapenes styre, og kan være et utgangspunkt for dialogen banken har med selskapene. Dokumentene er en del av et bredere sett av strategier og aktiviteter banken benytter i arbeidet med ansvarlig forvaltning.

Banken har utarbeidet forventningsdokumenter på følgende syv områder: klimaendringer, vannforvaltning, menneskerettigheter, barns rettigheter, skatt og åpenhet, anti-korrupsjonsarbeid og bærekraftig bruk av havet. Dokumentet om bærekraftig bruk av havet ble lagt frem i september 2018. Banken oppdaterte forventningsdokumentene om klimaendringer og vannforvaltning i løpet av fjoråret.

¹ For tiden er Nord-Korea og Syria utelukket fra investeringsuniverset etter denne bestemmelsen.

Norges Bank publiserer også såkalte posisjonsnotater der bankens syn på utvalgte selskapsstyringspørsmål blir beskrevet. I 2018 offentliggjorde banken tre posisjonsnotater om styrets effektivitet og sammensetning. Banken publiserte også et forvalterperspektiv om FNs bærekraftsmål. Som en langsiktig og global eier, har fondet interesse av en bærekraftig utvikling.

Videre fremmer Norges Bank forskning som kan støtte opp under arbeidet med ansvarlig forvaltning. Det er et mål å øke kunnskapen om god selskapsstyring og bærekraft, og hvordan dette henger sammen med finansiell risiko og avkastning. I løpet av fjoråret tok banken initiativ til og støttet ulike forskningsprosjekter, samt bidro til seminarer og konferanser. Temaer som ble belyst var blant annet effektiv utøvelse av eierskap, finansielle konsekvenser av klimaendringer og arbeid med å utvide og bedre bærekraftsdata i gruvesektoren.

Utøve eierskap

SPU var ved utgangen av 2018 eier i mer enn 9 000 selskaper. Eierskapet utøves ved å stemme på generalforsamlinger og gjennom dialog med selskapene. Målet med eierskapsutøvelsen er å fremme langsiktige verdier i selskapene, og bidra til god selskapsstyring og ansvarlig næringsliv.

Norges Bank har etablert retningslinjer for stemmegiving. Disse bygger på G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring og danner det prinsipielle grunnlaget for stemmebeslutningene. Retningslinjene gir en overordnet forklaring på hvordan banken vil stemme. Banken supplerer stemmeretningslinjene med kunnskap om og vurderinger av selskapene og de enkelte sakene. Banken søker å stemme i tråd med fondets langsiktige interesser og legger vekt på langsiktig verdiskaping, ansvarlig forretningsvirksomhet, styrets ansvar, likebehandling av aksjonærer, vel fungerende markeder samt åpenhet og rapportering.

Banken stemmer på alle aksjonærmøter med mindre det er vesentlige praktiske hindringer for det. I 2018 stemte banken på 97,7 pst. av alle generalforsamlingene. Banken offentliggjør stemmebeslutningene dagen etter generalforsamlingene. Norges Bank stemte i 2018 på 113 546 forslag på 11 287 generalforsamlinger. Om lag 50 pst. av sakene banken stemte på gjaldt valg av styremedlemmer. I enkelte tilfeller offentliggjør banken sine stemmeintensjoner i forkant av generalforsamlingene for å formidle sitt prinsipielle syn til

markedet. Banken har videre deltatt i valgkomiteen i seks svenske selskaper.

Norges Bank har som mål å bidra til god selskapsstyring og ansvarlig forretningsvirksomhet gjennom dialog med selskaper. Dialog er et viktig virkemiddel i eierskapsutøvelsen, og gir banken bedre kunnskap om selskapene, samt en mulighet til å fremme sine forventninger til god forretningspraksis, selskapsstyring og tilstrekkelig rapportering. Selskapsdialogen tar utgangspunkt i utvalgte temaer, og i 2018 la banken vekt på bærekraft, styrets ansvar og effektivitet, lederlønn og aksjonærrettigheter. I tillegg følger banken opp selskaper i forbindelse med selskaphendelser og ved eventuelle uønskede hendelser. I løpet av fjoråret ble det avholdt 3 256 møter med 1 420 selskaper. Disse selskapene representerte samlet sett om lag 66 pst. av aksjeporteføljens verdi. 199 av møtene var på styrenivå. Temaene miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring ble tatt opp på 1 493 av møtene. Banken har eksempelvis diskutert klimarapportering og finansiering av avskoging med banker, avskoging og havforurensing med selskaper innen matproduksjon, menneskerettigheter i leverandørkjeden med bilselskaper samt skatt, åpenhet og korrupsjonsrisiko med selskaper innen ulike sektorer.

Norges Bank har over tid samarbeidet med selskaper, investorer og andre interessenter i ulike initiativer for å bedre informasjonen til markedet og fremme ansvarlig virksomhet. Dette er særlig relevant der selskaper i samme bransje eller verdikjede står overfor en felles utfordring. Banken har gjennomført årlige vurderinger av selskapsrapporteringen for de tre utvalgte bærekrafttemaene klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter. Banken utvidet i 2018 vurderingene til også å omfatte avskoging, antikorrupsjon, menneskerettigheter, skatt og bærekraftig bruk av havet for et utvalg av selskapene. I 2018 ble 2 256 selskaper analysert. Disse representerte samlet sett om lag 62 pst. av aksjeporteføljens verdi. Banken sendte også brev til 100 selskaper om de nevnte temaene, og oppfordret selskapene til å bedre sin rapportering.

Investere ansvarlig

Norges Bank arbeider med å utvikle forståelsen av mulige sammenhenger mellom bærekraft, risiko og avkastning, og vurderer forhold knyttet til bærekraft i risikohåndteringen og investeringsbeslutningene. Banken har etablert omfattende databaser med bærekraftsdata som dekker en rekke faktorer på land-, bransje- og selskapsnivå,

og som benyttes til løpende overvåking og analyse av selskaper i porteføljen. Områder og temaer som ble vurdert i 2018 var blant annet klimagassutslipp, avskoging, korrupsjonsrisiko og sosiale forhold. På bakgrunn av risikovurderingene har banken solgt seg ut av enkelte selskaper, innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen av fondet. I 2018 solgte banken seg ut av 30 selskaper. Slike nedslag skiller seg fra utelukkelse besluttet på bakgrunn av de etisk motiverte retningslinjene.

Norges Bank har analysert porteføljens karbonavtrykk siden 2015, og rapportert blant annet om klimagassutslippene fra selskapene fondet investerer i. Slike utslipp er for fjoråret beregnet til om lag 107 millioner tonn CO₂-ekvivalenter, basert på fondets prosentvise eierandel i det enkelte selskap. Beregningene av porteføljens karbonavtrykk følger anbefalingene for kapitalforvaltere fra arbeidsgruppen for klimarelatert finansiell rapportering (TCFD). Videre arbeider banken med å utvikle flere metodiske verktøy for klimascenarioer som kan gi en bred forståelse av hvordan de ulike scenarioene kan påvirke enkelt-selskaper og porteføljen som helhet.

Mandatet fra Finansdepartementet stiller krav om at Norges Bank skal etablere særskilte miljørelaterte investeringsmandater. I gjennomføringen søker banken langsiktige investeringsmuligheter i selskaper og teknologi som legger til rette for mer miljøvennlig økonomisk aktivitet. Ved utgangen av 2018 var det investert om lag 57 mrd. kroner gjennom de miljørelaterte mandatene. I overkant av 43 mrd. kroner var investert i aksjer i 77 selskaper, mens om lag 13 mrd. kroner var investert i grønne obligasjoner. Avkastningen på de miljørelaterte aksjeinvesteringene i 2018 var -8,3 pst. I perioden fra 2010 til og med 2018 var den gjennomsnittlige årlige avkastningen 4,5 pst. Miljømandatene er nærmere beskrevet i avsnitt 3.2.

6.2.2 Observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, se boks 6.2. Norges Banks hovedstyre tar beslutninger om observasjon eller utelukkelse av selskaper etter tilråding fra Etikkrådet. For selskaper som omfattes av kullkriteriet, kan Norges Bank utelukke eller sette selskaper til observasjon uten råd fra Etikkrådet. Det følger av retningslinjene for observasjon og utelukkelse at både Norges Bank og Etikkrådet

jevnlige skal vurdere om grunnlaget for observasjon og utelukkelse fortsatt er til stede.

Norges Bank offentliggjør hvilke selskaper som er utelukket eller satt til observasjon, samt begrunnelser for beslutninger om observasjon og utelukkelse av kullselskaper.² Tilrådingene under de øvrige kriteriene er tilgjengelig på Etikkrådets nettsider.

Ved utgangen av 2018 var 138 selskaper utelukket og 22 selskaper satt til observasjon. Kullkriteriet utgjorde vel halvparten av disse, med 68 utelukkede selskaper og 14 selskaper til observasjon.

I 2018 ble til sammen 13 selskaper utelukket og fire satt til observasjon. Selskaper omfattet av kullkriteriet utgjorde to av selskapene som ble utelukket, og to av selskapene som ble satt til observasjon. Fire selskaper ble utelukket for produksjon av kjernevåpen, to selskaper ble utelukket under menneskerettighetskriteriet og fire selskaper ble utelukket for både grove menneskerettighetsbrudd og alvorlig miljøskade. Ett selskap ble satt til observasjon under kriteriene for alvorlig miljøskade og grove krenkelser av menneskerettigheter og ett selskap ble satt til observasjon under kriteriet for grove krenkelser av menneskerettigheter. Utelukkelsen av to selskaper ble opphevet på bakgrunn av råd fra Etikkrådet.

Det følger av retningslinjene at Etikkrådet gir råd om utelukkelse eller observasjon av selskaper. Beslutningene tas av Norges Bank, som gjør en selvstendig vurdering av om grunnlaget for utelukkelse eller observasjon er til stede. Bankens kan også vurdere om andre virkemidler, herunder eierskapsutøvelse, er bedre egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessig. Bankens skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte, slik at det mest egnede virkemiddelet benyttes i hver enkelt sak. En slik helhetlig vurdering kan i noen tilfeller innebære at banken beslutter å benytte et annet virkemiddel enn det Etikkrådet har gitt råd om. I 2018 besluttet Norges Banks hovedstyre i ett tilfelle å benytte eierskapsutøvelse for et selskap der Etikkrådet anbefalte observasjon. Både observasjon og eierskapsutøvelse innebærer et omfattende arbeid for henholdsvis Etikkrådet og Norges Bank i oppfølgingen.

² www.nbim.no/no/oljefondet/ansvarlig-forvaltning/utelukkelse-av-selskaper/

Etikkrådets arbeid under produktkriteriene

Etikkrådet benytter et konsulentfirma som løpende overvåker selskapene i fondets portefølje for produksjon som potensielt kan være i strid med retningslinjene, og rapporterer om dette til rådet hvert kvartal. Ved mistanke om produksjon i strid med fondets retningslinjer, kontakter Etikkrådet de aktuelle selskapene. Dersom selskapene gir opplysninger som bekrefter dette, gis det råd til Norges Bank om å utelukke disse selskapene. Selskaper som ikke besvarer henvendelsen, anbefales utelukket dersom Etikkrådets dokumentasjon viser at selskapene med høy sannsynlighet har produkter som omfattes av utelukkelseskriteriene. Denne prosedyren skal gi rimelig grad av sikkerhet for at selskaper med produksjon i strid med retningslinjene blir utelukket fra fondet. Det er likevel ingen garanti for at alle selskaper til enhver tid blir fanget opp av Etikkrådets overvåking.

I 2010 ble det innført en adgang til å kunne utelukke enkelte statsobligasjoner. Dette gjelder rentebærende instrumenter utstedt av stater som er gjenstand for omfattende FN-sanksjoner, eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang som Norge har sluttet seg til. For tiden er rentebærende instrumenter utstedt av Nord-Korea og Syria omfattet. SPU kan heller ikke investeres i selskaper som selger våpen eller militært materiell til myndighetene i disse statene. Etikkrådet har så langt ikke identifisert noen selskaper i fondets portefølje som gjør dette.

Ved utgangen av 2018 var i alt 37 selskaper utelukket på grunnlag av produktbaserte kriterier utenom kullkriteriet. Av disse er 19 selskaper utelukket som følge av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, mens 18 selskaper er utelukket fordi de produserer tobakk.

Etikkrådets arbeid under de atferdsbaserte kriteriene

For atferdskriteriene undersøker Etikkrådet selskaper og områder der risikoen for brudd på retningslinjene anses størst. Mens gjennomgangen av særlig risikable områder ofte følger en langsiktig plan, tas enkeltsaker blant annet opp på bakgrunn av nyhetsoppslag. Et konsulentfirma søker daglig i et stort antall nyhetskilder på flere språk etter oppslag om selskapene i fondet. Etikkrådet mottar videre henvendelser fra enkeltpersoner og organisasjoner om selskaper eller problemstillinger de mener rådet bør undersøke.

Etikkrådet velger ut de sakene som anses å være mest alvorlige for videre undersøkelser, basert på normbruddets alvor og omfang, konsekvensene av normbruddet, selskapets ansvar for eller medvirkning til forholdet, selskapets tiltak for å forebygge eller bøte på skader og risiko for tilsvarende hendelser i fremtiden. Hensikten er å identifisere selskaper der det er en uakseptabel risiko for at brudd på retningslinjene pågår og vil fortsette.

Etikkrådet innhenter informasjon fra forskere og forskningsmiljøer, internasjonale, regionale og nasjonale organisasjoner og flere andre miljøer. Rådet setter ofte ut konsulentoppdrag for å undersøke mistanker om brudd på retningslinjene. Selskapene som undersøkes er også viktige informasjonskilder. Det er ofte tett dialog, både muntlig og skriftlig, med selskapene i løpet av prosessen. Etikkrådet kontakter selskaper på et tidlig stadium i utredningen og ber om at de besvarer spørsmål eller sender rådet informasjon. Det legges vekt på å få informasjon direkte fra selskaper, men Etikkrådet kan også gi råd til Norges Bank i tilfeller der selskaper ikke besvarer rådets henvendelser.

Etikkrådet har i 2018 videreført det systematiske arbeidet med sektorer der risikoen for menneskerettighetsbrudd anses særlig stor. Hovedinnsatsen har vært knyttet til undersøkelser av brudd på arbeidstakerrettigheter i tekstilindustrien i Sørøst-Asia. Så langt er tre selskaper utelukket og to selskaper satt til observasjon som følge av dette arbeidet. Videre har rådet arbeidet med forhold som grenser til tvangsarbeid for migrantarbeidere i Gulf-statene, barnearbeid i frøproduksjon, samt saker som berører ytringsfrihet og urfolks rettigheter.

Arbeidet med selskaper som avhender utrangerte skip til opphugging, såkalt *beaching*, i Bangladesh og Pakistan, er også videreført i 2018. Så langt er fire selskaper utelukket og ett selskap satt til observasjon på grunnlag av uakseptabel risiko for både medvirkning til menneskerettighetsbrudd og alvorlig miljøskade som følge av denne virksomheten. Under miljøkriteriet har rådet arbeidet med flere av de prioriterte områdene som har ligget fast helt fra 2010, som for eksempel avskoging av tropisk skog, trusler mot verneområder, forurensing i forbindelse med gruve- og industrivirksomhet og særlig miljøskadelig fiske.

Under klimakriteriet konsentrerer rådet arbeidet mot sektorer der de samlede utslippene er store. Etikkrådet har i 2018 avgitt én tilråding under dette kriteriet. Aktuelle sektorer det har

vært arbeidet med er blant annet sement og internasjonal shipping. Norges Bank har enda ikke fattet noen beslutning basert på Etikkrådets tilråding under klimakriteriet, men har bedt Finansdepartementet om en utdyping av tolkningen av kriteriet, se omtale i avsnitt 6.4.

De siste årene har myndighetene i flere land avdekket omfattende korrupsjon. Rådet har i 2018 konsentrert arbeidet på dette området om selskaper som fanges opp gjennom porteføljeovervåkingen, og ett selskap er blitt utelukket som følge av dette arbeidet.

Ved årsskiftet var 33 selskaper utelukket etter atferdskriteriene. 15 selskaper var utelukket etter miljøkriteriet, fem var utelukket etter menneskerettighetskriteriet, seks var utelukket på grunnlag av både miljøskade- og menneskerettighetskriteriet, tre på grunnlag av andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer, to på grunnlag av alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner, mens to selskaper var utelukket på grunnlag av risiko for grov korrupsjon.

Åtte selskaper stod ved årsskiftet til observasjon under disse kriteriene; tre under korrupsjonskriteriet, tre under menneskerettighetskriteriet, ett under miljøkriteriet og ett under både miljø- og menneskerettighetskriteriet. Etikkrådet følger løpende med på disse selskapene og gir en årlig vurdering av dem til Norges Bank.

Opphevelse av utelukkelse

Etikkrådet vurderer årlig om grunnlaget for utelukkelse eller observasjon fortsatt er til stede. Dersom ny informasjon tilsier at dette grunnlaget har falt bort, avgir Etikkrådet tilråding om å oppheve den tidligere beslutningen. I 2018 er utelukkelsen av to selskaper blitt opphevet.

Etikkrådets årsrapport gir nærmere informasjon om arbeidet i 2018.

6.2.3 Folketrygdfondets arbeid med ansvarlig forvaltning

Folketrygdfondet skal i henhold til mandatet for forvaltningen av SPN fastsette prinsipper for ansvarlig forvaltning, der en også legger vekt på fondets investeringsstrategi og lange tidshorison. I mandatet fra Finansdepartementet er det vist til internasjonale standarder som FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og OECDs retningslinjer for flernasjo-

nale selskaper. Prinsippene som Folketrygdfondets styre har vedtatt er i tråd med disse standardene. De viser også til de FN-støttede prinsippene for ansvarlige investeringer (PRI) og anbefalinger fra Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES).

Folketrygdfondet stiller krav til selskapene fondet er investert i om håndtering av miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring. Som finansiell investor legger Folketrygdfondet vekt på finansielle mål og kapitalstruktur, bekjempelse av korrupsjon, lederlønsordninger, klima, grunnleggende menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter og miljø. For å legge til rette for en effektiv dialog med selskapene, har Folketrygdfondet utarbeidet egne veiledere om disse temaene.

SPN er kun investert i Norge og Norden for øvrig unntatt Island, i et fåtall selskaper og har relativt høye eierandeler, særlig i Norge. Folketrygdfondet sitter nært selskapene og markedene, noe som gjør at det er velegnet for aktivt og ansvarlig eierskapsarbeid. Det antas at de fleste selskaper som Etikkrådet eventuelt ville vurdere, allerede fanges opp av Folketrygdfondets eierskapsarbeid. Det følger likevel av mandatet for SPN at nordiske selskaper som utelukkes fra SPU, også utelukkes fra SPNs nordiske portefølje, se omtale i avsnitt 6.8.

Prioriterte områder i eierskapsarbeidet

Folketrygdfondet har en integrert tilnærming til ansvarlig forvaltning. Aktiv eierskaps- og kredittutøvelse er en viktig forutsetning for å sikre langsiktig verdiskaping. Folketrygdfondet følger opp spørsmål om miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring som er vesentlige for selskapene i fondets portefølje, og som har betydning for selskapenes evne til å skape langsiktige aksjonærverdier. I SPNs obligasjonsportefølje søkes det systematisk å integrere analyser av miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring i kredittvurderingene. Folketrygdfondet mener at en obligasjonsutsteders håndtering av disse forholdene kan påvirke selskapers kredittrisiko. Folketrygdfondet følger opp selskapenes arbeid med strategi, kapitalstruktur og finansielle mål, klima, korrupsjonsbekjempelse samt grunnleggende menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter. Folketrygdfondet benytter ulike virkemidler i dette arbeidet, som dialog med selskapene, deltakelse på generalforsamlinger og i styrende organer, samt utvikling av god markedspraksis.

Dialog

Det mest brukte virkemiddelet er møter med selskapenes styreleder og ledelse. I dialogen kan Folketrygdfondet be selskapene om oppdatering, tilbakemelding, avklaring eller tiltak i en konkret sak eller innenfor et bestemt tema. I tillegg har selskapene problemstillinger de forventer at Folketrygdfondet forholder seg til. Folketrygdfondet har regelmessig møter og kontakt med ledelsen i selskapene i det norske aksjemarkedet, og med styreleder i saker som hører inn under styrets ansvar. Folketrygdfondet har i løpet av 2018 hatt 143 dialogmøter med 53 selskaper i aksjeporteføljen.

I 2018 stemte Folketrygdfondet på åtte formelle obligasjonseiermøter. Folketrygdfondet er også i dialog med utstedere i obligasjonsmarkedet utenom de formelle obligasjonseiermøtene. Slike møter gjennomføres som en del av arbeidet med å følge opp eksisterende investeringer og for å vurdere nye investeringsmuligheter. I 2018 hadde Folketrygdfondet 99 møter med totalt 83 utstedere.

Generalforsamlinger og styrende organer

Deltakelse i og innspill til generalforsamlinger, bedriftsforsamlinger og valgkomiteer er andre viktige virkemidler som Folketrygdfondet benytter i sitt eierskapsarbeid. En sentral del av eierskapsutøvelsen er å stemme ved generalforsamlingene til alle selskapene der Folketrygdfondet er aksjonær. I 2018 ble det stemt ved 53 ordinære og 12 ekstraordinære generalforsamlinger i selskaper notert på Oslo Børs, samt 85 generalforsamlinger i selskaper notert på børsene i Danmark, Finland og Sverige. I utgangspunktet legger Folketrygdfondet stor vekt på styrenes vurderinger når konkrete saker skal behandles ved generalforsamlinger. I enkelte tilfeller kan det være motsetninger mellom de fremsatte forslagene og aksjonærenes interesser eller anerkjente prinsipper for god selskapsstyring. Folketrygdfondet vil da normalt be om en begrunnelse for styrets synspunkt i forkant av generalforsamlingen. I de tilfeller der det stemmes mot styrets forslag, vil Folketrygdfondet normalt publisere en stemmeforklaring på sine nettsider.

Folketrygdfondet legger vekt på at selskaper har styrer med god kompetanse og riktig sammensetning. Folketrygdfondet deltar ikke selv i selskapenes styrer, men forventer at selskapene i porteføljen har en valgkomité. Folketrygdfondet

gir innspill til aktuelle valgkomiteer og var i 2018 selv medlem av åtte valgkomiteer og representert i tre bedriftsforsamlinger.

Utvikling av god praksis

Folketrygdfondet deltar i ulike initiativer for å utvikle god praksis og standarder for forretningsvirksomhet, herunder Norsk institutt for styremedlemmer, Norske Finansanalytikeres Forening, Eierforum og Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (NORSIF).

Folketrygdfondet deltar også i Norsk restruktureringsforum, som i 2018 utarbeidet en norsk anbefaling for restruktureringsprosesser. Anbefalingen veileder selskapers styrer og ledelse i arbeidet med å reetablere et operasjonelt og finansielt fundament for videre lønnsom drift av virksomheten. I tillegg ledet Folketrygdfondet en arbeidsgruppe i NORSIF som i 2018 utga en rapport om ansvarlig renteforvaltning i det norske markedet.

Folketrygdfondets årsrapport gir nærmere informasjon om arbeidet med ansvarlig forvaltning i 2018.

6.3 Arbeidet med kullkriteriet

6.3.1 Innledning

I forbindelse med Stortingets behandling av fondsmeldingen våren 2018³ vedtok Stortinget et anmodningsvedtak om «å vurdere om dagens kriterier for utelukkelse av kullskaper fra SPU er tilstrekkelige med tanke på å ekskludere selskaper med en betydelig kullrelatert virksomhet.»⁴

På denne bakgrunn ba departementet i brev 28. juni 2018 Norges Bank om å beskrive sitt arbeid med å vurdere observasjon og utelukkelse av selskaper under kullkriteriet. Banken ble videre bedt om å beskrive omfanget av kullrelatert virksomhet i og størrelsen av selskaper som er utelukket eller satt til observasjon under dette kriteriet. Banken ble også bedt om, så langt det er

³ Meld. St. 13 (2017–2018) *Statens pensjonsfond 2018*.

⁴ Anmodningsvedtaket hadde sin bakgrunn i at finanskomiteen i sin innstilling (Innst. 370 S (2017–2018)) blant annet viste til at det i den åpne høringen fra flere organisasjoner ble pekt på at SPU fortsatt har investeringer i selskaper i kullindustrien, og reist spørsmål om kullkriteriene er tilstrekkelig stramme til å ivareta Stortingets intensjon om at fondet ikke skal være investert i kull. Finanskomiteen viste til merknaden i Innst. 326 S (2015–2016) hvor komiteen uttrykte «at også praktiseringen av et nytt produktbasert kriterium bør kunne utvikles over tid blant annet basert på endringer i energiproduksjon og teknologiske forhold», og forutsatte at dette følges opp fremover.

mulig, å gjøre rede for omfanget av kullrelatert virksomhet i og størrelsen av gruveselskaper og kraftprodusenter som selv eller konsolidert med enheter de kontrollerer får deler av inntektene fra eller baserer deler av virksomheten på termisk kull, men som ikke er utelukket eller satt til observasjon under kullkriteriet. Videre ble det bedt om informasjon om antallet selskaper dette gjelder, samt selskapenes eventuelle planer for endring av inntekts- og/eller virksomhetsandelen fra termisk kull.

6.3.2 Det produktbaserte kullkriteriet

Finansdepartementet oppnevnte i 2014 en ekspertgruppe for å vurdere SPUs investeringer i kull- og petroleumsselskaper og virkemiddelbruk knyttet til slike selskaper. Ekspertgruppen ble blant annet bedt om å vurdere om utelukkelse av kull- og petroleumsselskaper fremstår som en mer effektiv strategi enn eierskapsutøvelse for å adressere klimaspørsmål og bidra til endringer frem i tid.

Departementet støttet ekspertgruppens vurdering om at kull- og petroleumsselskapenes energiproduksjon, energibruk eller CO₂-utslipp ikke i seg selv kan sies å være i strid med generelt aksepterte etiske normer, se omtale i fondsmeldingen våren 2015⁵. Departementet mente derfor det ikke var grunnlag for å innføre et produktbasert kriterium for utelukkelse av kull- og petroleumsselskaper. Departementet støttet videre ekspertgruppens vurderinger om at en likevel må forvente at selskapene i porteføljen oppfyller visse minimumsstandarder for hvordan deres virksomhet påvirker klimaet, samt ekspertgruppens anbefaling om å etablere et atferdsbasert klimakriterium som kunne gjelde på tvers av selskaper og bransjer.

I innstillingen til meldingen uttalte finanskomiteen at det er etiske aspekter ved virksomheten til en del kullselskaper innen både gruvedrift og kraftproduksjon, og at det derfor «er hensiktsmessig med et eget produktbasert kriterium i retningslinjene for observasjon og utelukkelse knyttet til slike selskaper», se Innst. 290 S (2014–2015). På bakgrunn av finanskomiteens innstilling la departementet frem et forslag til hvordan kriteriet kunne operasjonaliseres i Nasjonalbudsjettet 2016. Stortinget sluttet seg til departementets for-

slag, se Innst. 2 S (2015–2016). Til forskjell fra øvrige produktkriterier ble kriteriet formulert som et «kan»-kriterium og observasjon ble inkludert som et virkemiddel. Hensikten var å gi nødvendig rom for skjønn til å ivareta hensynene som finanskomiteen hadde pekt på, herunder fremoverskuende vurderinger, en kjede av virkemidler og andre tiltak fra Norges Bank.

Finansdepartementet fastsatte kullkriteriet med virkning fra 1. februar 2016 i tråd med Stortingets behandling. § 2 i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU lyder:

«Observasjon eller utelukkelse kan besluttes for gruveselskaper og kraftprodusenter som selv eller konsolidert med enheter de kontrollerer får 30 pst. eller mer av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer 30 pst. eller mer av sin virksomhet på termisk kull. I vurderingen skal det i tillegg til selskapets nåværende inntekts- eller virksomhetsandel fra termisk kull legges vekt på framoverskuende vurderinger, herunder eventuelle planer som vil redusere inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til termisk kull og/eller øke inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til fornybare energikilder.»

For kullkriteriet kan Norges Bank ta beslutninger uten en tilråding fra Etikkrådet.

Retningslinjene fastslår at råd og beslutninger om utelukkelse av selskaper basert på kullkriteriet ikke skal omfatte et selskaps grønne obligasjoner der disse er anerkjent gjennom inkludering i angitte indekser for slike obligasjoner eller verifisert av anerkjent tredjepart. Kullkriteriet omfatter således ikke grønne obligasjoner.

Ved utgangen av 2018 var 68 selskaper utelukket etter kullkriteriet, mens 14 selskaper var satt til observasjon. I tråd med retningslinjene er grunnlaget for beslutningene offentliggjort.

6.3.3 Norges Banks arbeid med kullkriteriet

Norges Bank har i brev til departementet henholdsvis 25. oktober og 14. desember 2018 gjort rede for sitt arbeid med kullkriteriet. I brevene beskriver banken blant annet hvordan kriteriet operasjonaliseres, herunder arbeid med datainnsamling og selskapskontakt. Videre gis et anslag for omfang av kullrelatert virksomhet blant selskapene som fremdeles inngår i fondets portefølje.

⁵ Meld. St. 21 (2014–2015) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014*.

Operasjonalisering av kullkriteriet

Norges Bank har etablert prosesser for å identifisere selskaper omfattet av kullkriteriet, og for å utarbeide tilrådinge om utelukkelse og observasjon for beslutning i bankens hovedstyre. Med utgangspunkt i fondets investeringer i om lag 9 000 selskaper, identifiserte banken i overkant av 200 selskaper som ble gjennomgått mer grundig. Banken har tatt utgangspunkt i de mest aktuelle sektorene for gruveselskaper og kraftprodusenter i Industry Classification Benchmarks (ICBs) sektorklassifisering, men andre relevante selskaper er også analysert.

Norges Bank påpeker at informasjon om selskapers gruvevirksomhet ofte er lettere tilgjengelig enn informasjon om kraftproduksjon, der det som regel er nødvendig med mer analyse. Banken kontakter relevante selskaper og benytter flere eksterne datakilder i dette arbeidet, blant annet fordi det ikke eksisterer enkeltkilder som dekker alle aktuelle selskaper innen kraftproduksjon. Videre er informasjonen selskapene selv rapporterer som regel ikke detaljert nok for analysen som kreves. Banken fremhever at selskapskontakten har vært nødvendig for å få et godt beslutningsgrunnlag.

Norges Bank peker på at operasjonaliseringen av kriteriet har krevd mye tid og ressurser. Kriteriets utforming, med vekt på terskler og fremoverskuende vurderinger, gir et omfattende arbeid med informasjonsinnhenting og analyse. I tillegg retter kriteriet seg mot bransjer med betydelig omfang av selskaphendelser, som kjøp og salg av anlegg og datterselskaper, noe som gjør det nødvendig med kontinuerlig overvåking av markedet også etter at selskaper er analysert og beslutninger fattet. I tillegg må banken analysere eventuelle nye selskaper som kommer inn i markedet. Nærhet til forvaltningen av investeringene har vært viktig i dette arbeidet.

Norges Bank omtaler enkelte operasjonelle utfordringer ved gjennomføringen av unntaket for grønne obligasjoner. Eventuelle grønne obligasjoner utstedt av selskaper som er utelukket basert på kullkriteriet skal ifølge retningslinjene ikke utelukkes fra fondets investeringsunivers eller referanseindeks. Banken peker imidlertid på enkelte utfordringer knyttet til håndteringen av inkludering eller ekskludering i indeksen av enkeltobligasjoner utstedt fra samme selskap. Dette fører til at slike grønne obligasjoner ikke er inkludert i den rapporterte avkastningen av referanseindeksen. Ifølge banken gjelder dette et lite antall obligasjo-

ner, slik at den rapporterte avkastningen så langt ikke har skilt seg fra avkastningen av en referanseindeks der disse obligasjonene er inkludert.

Omfang av kullrelatert virksomhet som ikke er utelukket eller satt til observasjon

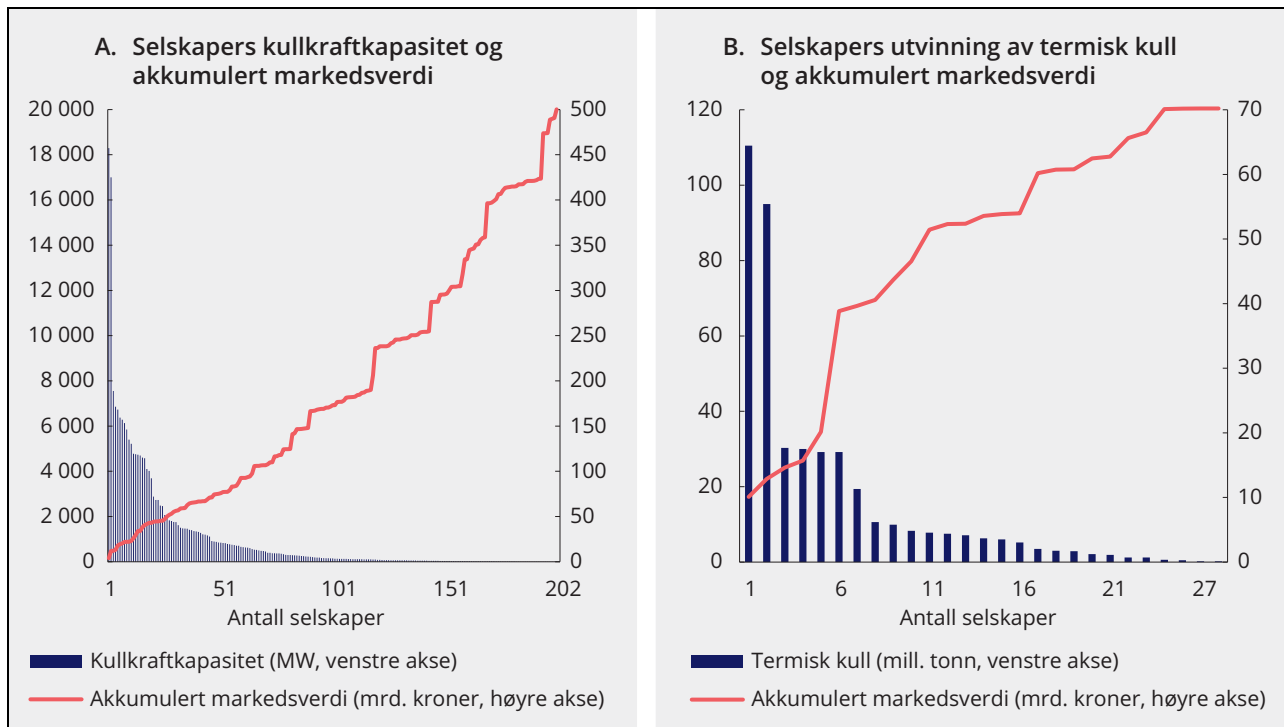
Norges Bank anslår omfanget av kullrelatert virksomhet i gruveselskaper og kraftprodusenter ved å se på henholdsvis utvinning av termisk kull og produksjonskapasitet for kullkraft.

Norges Bank anslår at selskaper som står for 74 pst. av samlet kullkraftkapasitet og 77 pst. av samlet utvinning av termisk kull er utelukket fra fondet eller satt til observasjon. Banken påpeker at det er vanskelig å anslå et presist omfang av kullrelatert virksomhet i selskaper som ikke er utelukket eller satt til observasjon uten en grundig analyse av hvert enkelt selskap. Dette vil kunne gjelde et stort antall selskaper innenfor en rekke ulike sektorer. Bankens anslag er derfor basert på data fra World Electric Power Plants database for kullkraftkapasitet, og på rapportering fra selskaper banken har identifisert som har kullutvinning i sin virksomhet.

Banken har identifisert 202 selskaper som står for den gjenværende kullkraftkapasiteten. Mesteparten av den gjenværende kullkraftproduksjonen er konsentrert i et fåtall selskaper, se figur 6.2A. Informasjonen fra Norges Bank viser at det er to selskaper som har en kullkraftkapasitet over 10 000 MW og som til sammen står for mer enn 15 pst. av den gjenværende kapasiteten. 15 av de 202 identifiserte kraftselskapene står samlet for mer enn 50 pst. av den totale gjenværende kullkraftkapasiteten. Norges Bank viser til at de fleste av de gjenværende selskapene ikke har kraftproduksjon som sin primære virksomhet.

Videre har banken identifisert 27 selskaper som utvinner termisk kull, men som ikke er utelukket eller satt til observasjon. Også for disse selskapene er hoveddelen av den gjenværende kullutvinningen konsentrert i et fåtall selskaper, se figur 6.2B. Informasjonen fra Norges Bank viser at de to selskapene med størst utvinning står for 48 pst. av den gjenværende utvinningen, og de seks selskapene som utvinner mer enn 20 millioner tonn termisk kull står for til sammen 75 pst. av den gjenværende utvinningen. Andelen av inntektene som kommer fra termisk kull ligger derimot godt under terskelen på 30 pst. for alle de 27 gjenværende gruveselskapene.

Norges Bank viser til at det er utfordrende å innhente data som kan gi en samlet oversikt over



Figur 6.2 Selskapers kullkraftkapasitet og utvinning av termisk kull. Siste tilgjengelige data, markedsverdi av beholdninger i referanseindeks for aksjer per 30.09.2018

Kilde: Norges Bank.

selskapenes eventuelle planer for endring av inntekts- og/eller virksomhetsandeler, og at fremoverskuende vurderinger må gjøres for det enkelte selskap. I tillegg vil kjøp og salg av eidelere eller datterselskaper ha vesentlig betydning for om et selskap vil omfattes av tersklene i kriteriet. Det gjør det nødvendig med kontinuerlig overvåking av markedet. Banken peker også på at flere selskaper er inne i omstillingsprosesser, blant annet for å øke andelen fornybar energi.

6.3.4 Departementets vurderinger

Departementet anser at Norges Bank har etablert prosesser som sikrer en god, strukturert og konsistent gjennomføring av kullkriteriet. Departementet har merket seg at operasjonaliseringen av kriteriet har krevd mye tid og ressurser. Banken trekker frem at kriteriets utforming, med vekt på terskler og fremoverskuende vurderinger, gir et omfattende arbeid med informasjonsinnhenting og analyse. Banken understreker at det er utfordrende å innhente god informasjon på tilstrekkelig detaljert nivå for operasjonalisering av kriteriet. I tillegg retter kriteriet seg mot bransjer med betydelig omfang av selskaphendelser, og en eventuell reduksjon av kriteriets terskler vil innebære at utfordringene rundt informasjonsinnhen-

ting vil bli større og transaksjonskostnadene høyere, ettersom et høyere antall selskaper vil gå ut eller inn av investeringsuniverset. Etter departementets syn trekker det i retning av at terskelverdiene ikke bør settes for lavt, og at relative terskler på 30 pst. derfor fortsatt er hensiktsmessig.

Dagens kriterier tar utgangspunkt i hvor stor andel den kullrelaterte virksomheten for gruveselskaper og kraftprodusenter utgjør av selskapenes totale inntekter eller totale virksomhet. Kriteriet er dermed basert på relative størrelser, og ikke den absolutte størrelsen av den kullrelaterte virksomheten i et selskap. Dette er i tråd med finanskomiteens uttalelse om at kriteriet i utgangspunktet bør omfatte gruveselskaper og kraftprodusenter som har en *vesentlig* del av sin virksomhet knyttet til kull som brukes til energiformål, se Innst. 290 S (2014–2015). Videre preserte finanskomiteen en terskelverdi på 30 pst. som vesentlig.

Ifølge Global Coal Exit List⁶ er det 30 selskaper som står for halvparten av kullutvinningen i universet som dekkes av nettsiden, men for bare 20 av disse utgjør andelen av inntektene fra kullutvinning mer enn en 30 pst. Videre er det 31 kraftprodusenter som står for halvparten av kullkraftkapasiteten i universet som dekkes av nettsiden.

Kull utgjør imidlertid mer enn 50 pst. av kraftkapasiteten kun i om lag en tredjedel av disse selskapene.

Anmodningsvedtaket viser til «betydelig kullrelatert virksomhet». Etter departementets vurdering bør dagens kriterium, som tar utgangspunkt i relative størrelser, suppleres med absolutte terskler for å fange opp selskaper med omfattende kullrelatert virksomhet i absolutt forstand. Figur 6.2 viser at gjenværende kullrelatert virksomhet, både målt ved kullutvinning og kullkraftkapasitet, er konsentrert i et relativt lite antall selskaper. Figur 6.2 viser at fondet er investert i seks selskaper med en utvinning over 20 millioner tonn og to selskaper med en kullkraftkapasitet over 10 000 MW.⁷

I tråd med kullkriteriet skal det i vurderingen av om et selskap er omfattet legges vekt på fremoverskuende vurderinger, herunder eventuelle planer som vil redusere inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til termisk kull og/eller øke inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til fornybare energikilder. Norges Bank kan videre velge å sette selskaper til observasjon under kullkriteriet. Norges Bank påpeker at observasjon er relevant for selskaper som vurderes å være over de aktuelle tersklene, men hvor det er informasjon om uttalte planer, initiativer eller andre materielle forhold som gjør det sannsynlig at selskapet vil komme under tersklene innen rimelig tid. Eksempler på dette er ifølge banken planlagte eller nylig gjennomførte kjøp eller salg av selskaper og eiendeler, offentlig kommuniserte planer om nedstengning, oppstart av ny eller endring av produksjonskapasitet, samt tørke, ulykker, eller andre særskilte hendelser som kan ha påvirket sammensetningen av energikilder.

⁶ Den tyske organisasjonen Urgewald står bak nettstedet www.coalexit.org som inneholder en database (Global Coal Exit List) med informasjon om selskaper relatert til kullvirksomhet og gir informasjon om omlag 770 selskaper som representerer anslagsvis 88 pst. av verdens kullproduksjon og 86 pst. av verdens kullkraftkapasitet. Informasjonen benyttes av mange investorer og fond i deres arbeid med ansvarlig forvaltning og klimarisiko.

⁷ Selskaper med utvinning og kraftkapasitet over disse nivåene regnes for å være blant selskapene med verdens største kullvirksomhet. Ifølge Global Coal Exit List er 20 millioner tonn kullutvinning tilsvarende kullkonsumet til et land som Italia. En kullkraftkapasitet på 10 000 MW krever at mer enn 20 mill. tonn kull brennes årlig.

Institusjonelle investorer som har innført kullkriterier benytter i hovedsak relative terskelverdier tilsvarende som for SPU. Departementet kjenner til et fåtall store investorer som har komplementert de relative tersklene med absolutte terskler, og da på nivåer tilsvarende det som er nevnt her, eksempelvis de europeiske forsikringsselskapene AXA og Generali.

Departementet legger etter en samlet vurdering opp til at kullkriteriets terskelverdier for relativ andel av inntekt eller virksomhet på 30 pst. holdes uendret, men at disse suppleres med terskler for absolutt kullutvinning og kullkraftkapasitet på henholdsvis 20 millioner tonn og 10 000 MW. Departementet legger til grunn at vurderingene under kriteriet fortsatt skal være fremoverskuende. Departementet vil fremover følge opp hvordan de absolutte tersklene fungerer, og i lys av dette vurdere eventuelle reduksjoner i disse terskelverdiene.

Dersom karbonfangst og -lagring viser seg å være en kostnadseffektiv teknologi for å redusere utslipp fra kullkraftproduksjon på sikt, kan det være hensiktsmessig å se hen til dette i vurderingen av selskaper opp mot det produktbaserte kullkriteriet.

6.4 Det atferdsbaserte klimakriteriet

6.4.1 Bakgrunn

På bakgrunn av Stortingets behandling av et representantforslag, nedsatte Finansdepartementet i 2014 en ekspertgruppe for å vurdere SPUs investeringer i kull- og petroleumsselskaper og virkemiddelbruk knyttet til slike selskaper. Ett av gruppens forslag var å ta inn et atferdsbasert klimakriterium i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU.

Klimakriteriet ble tatt inn i retningslinjene med virkning fra 1. januar 2016. Kriteriet innebærer at observasjon eller utelukkelse kan besluttes for selskaper der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for «*handlinger eller unnlatelser som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser*».

Finansdepartementet gjorde rede for den overordnede forståelsen av klimakriteriet i fondsmeldingen våren 2015⁸, samtidig som det ble understreket at den nærmere forståelsen vil utvikles over tid. I meldingen viste departementet blant annet til at:

- Kriteriet vil være dynamisk i sin natur og uavhengig av bransje eller sektor og type klimagass.
- Kriteriet bør fange opp at normene vil kunne utvikle seg over tid, i tråd med blant annet endringer innen energiproduksjon og den teknologiske utviklingen.

⁸ Meld. St. 21 (2014–2015) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014*.

- Utslipp av klimagasser skal danne utgangspunktet for en samlet vurdering under kriteriet.
- Det må være en forbindelse mellom et selskaps handlinger eller unnlatelser og utslippene av klimagasser.
- Ekspertgruppen forventet at Etikkrådet i praksis vil fokusere på selskaper innenfor industri-sektorer med signifikante absolutte utslippsnivåer og at energisektoren og elektrisitetsproduksjon fra fossile energikilder vil være sentrale i denne sammenheng.
- Ekspertgruppen fremhevet at det ved vurderingen av hvor alvorlig et brudd på etiske normer er på dette området, som ett av flere forhold synes rimelig å fokusere på utslippsintensitet og ikke nødvendigvis absolutte utslippsnivåer. Med utslippsintensitet menes utslipp relativt til for eksempel produksjon eller omsetning.
- Vurderingen skal skje på et aggregert selskapsnivå. En slik helhetlig selskapsvurdering er naturlig i lys av at de systemer som finnes for å hindre utslipp av klimagasser og begrense globale klimaendringer er basert på en underliggende forutsetning om at virksomhet i ett område kan utlignes av virksomhet i andre områder, for eksempel ved handel med kvoter. Å utelukke et selskap som opererer i tråd med et slikt systems retningslinjer vil kunne gi uheldige signaler. Samtidig vil det kunne være vanskelig å vurdere dette, gitt at mange selskaper har virksomhet i flere land med ulik grad av regulering.
- Det er naturlig at hvorvidt selskapers utslipp av klimagasser er pålagt avgifter, kvoteplikt eller andre reguleringer inngår i en samlet vurdering.
- «I uakseptabel grad» viser til at det skal dreie seg om grove normbrudd, i tråd med den etablerte terskelen for utelukkelse etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Departementet merket seg at ekspertgruppen skrev at grove normbrudd i denne sammenhengen bør vurderes innenfor spesifikke sammenlignbare operasjoner, sektorer og industrier basert på for eksempel generelt aksepterte internasjonale standarder.
- Både ekspertgruppen og flere høringsinstanser pekte på at aktiv motarbeidelse av for eksempel internasjonale avtaler om reduksjon av klimagassutslipp kan være et moment som kan tillegges vekt ved den samlede vurderingen under kriteriet.
- Vurderingene skal som for øvrige atferdsbaserte kriterier være fremoverskuende.

I innstillingen til meldingen merket finanskomiteen seg at kriteriet vil være uavhengig av bransje eller sektor og av type klimagass, samt at det vil kunne fange opp at normene på dette området kan utvikle seg over tid. Komiteen viste også til at kriteriet må ses i sammenheng med det produktbaserte kullkriteriet (30 pst.-terskel), som ble tatt inn i retningslinjene med virkning fra 1. februar 2016.

I fondsmeldingen våren 2017⁹ gjorde Finansdepartementet rede for erfaringene så langt med det atferdsbaserte klimakriteriet og det produktbaserte kullkriteriet. Det var på daværende tidspunkt ennå ikke avgitt tilrådinger under klimakriteriet. I meldingen gjengis hovedpunktene i et brev fra Etikkrådet til departementet, der det blant annet stod at klimakriteriet gir begrenset informasjon om hvilke typer utslipp det er ment å omfatte, og at det i motsetning til de fleste andre kriteriene ifølge Etikkrådet ikke finnes noe regelverk eller internasjonalt anerkjente normer for hva som er akseptabelt. Etikkrådet anser på denne bakgrunn at arbeidet som gjøres kan oppfattes som normdannende, og har funnet det nødvendig å bruke noe tid, slik at forståelsen av kriteriet som legges til grunn kan brukes på tvers av bransjer og selskaper. Etikkrådet pekte også på utfordringer med å få tilgang på data på selskapsnivå og fremhevet at det derfor ville være nødvendig å basere vurderingene på både utslippstall der de finnes, men også på andre indikasjoner, som teknologi- og råvarevalg. Etikkrådet skrev videre at:

«Selv der det finnes utslippstall, vil det i mer sammensatt industri være krevende å sammenlikne selskap. Etikkrådet legger foreløpig til grunn at «aggregert selskapsnivå» forstås som at det kan gjøres sammenlikninger mellom ulike selskap, men da på sammenliknbare aktiviteter, som eksempelvis utslipp knyttet til all produksjon av sammenliknbare produkter.»

Departementet viste i meldingen til at klimakriteriet er et område med lite erfaringsgrunnlag og begrensede normer og standarder å se hen til, og merket seg utfordringene Etikkrådet trakk frem i sitt brev. Videre ble det påpekt at det er viktig med et grundig forarbeid med tolkningen av kriteriet, slik at det kan brukes på tvers av bransjer og selskaper. Departementet la videre til grunn at «i uakseptabel grad» viser til at det skal dreie seg om

⁹ Meld. St. 26 (2016–2017) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016*.

grove normbrudd, i tråd med den etablerte, høye terskelen for utelukkelse etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse, og at vurderingene fortsatt skal være fremoverskuende. Det ble også gjentatt sentrale formuleringer fra fondsmeldingen våren 2015, blant annet om utslippsintensitet og forståelsen av begrepet «aggregert selskapsnivå».

I sin innstilling til meldingen tok finanskomiteen omtalen av erfaringer med kull- og klimakriteriene til orientering og bemerket at den «legger til grunn at Norges Bank og Etikkrådet fortløpende vurderer og forbedrer dette arbeidet i tråd med den forventningen som ligger i Stortingets vedtak.»

6.4.2 Etikkrådets og Norges Banks vurderinger

Etikkrådet oversendte i mai og juni 2017, samt i mars 2018, de første tilrådingene om utelukkelse til Norges Bank begrunnet i klimakriteriet. Banken ba i brev 2. mai 2018 Etikkrådet om en utvidet vurdering av hvilke prinsipper som skal legges til grunn ved anvendelsen av kriteriet, herunder hvilke sider ved et selskaps spesifikke atferd som bør vurderes som uakseptable i forbindelse med de avgitte tilrådingene. I svarbrev 12. juni 2018 ga Etikkrådet ytterligere informasjon om hvilke prinsipper de har lagt til grunn, samt inviterte til møte for videre utveksling av synspunkter. Et møte ble avholdt mellom hovedstyrets eierskapsutvalg og leder og nestleder av Etikkrådet 6. september 2018.

Hovedstyret behandlet tilrådingene fra Etikkrådet 24. oktober 2018, men traff ingen beslutninger. Banken opplyser i brev til Finansdepartementet 7. november 2018 at det må ses i lys av at det fortsatt synes å være ulike vurderinger i Etikkrådet og Norges Bank om hvordan kriteriet skal anvendes.

Nedenfor gjøres det rede for Etikkrådets og Norges Banks vurderinger av og spørsmål til praktiseringen av kriteriet, basert på brevet fra Norges Bank til Finansdepartementet 7. november 2018, samt brevvekslingen mellom banken og Etikkrådet vedlagt bankens brev til departementet. I tråd med arbeidsdelingen for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, er ikke departementet kjent med hvilke selskaper det foreligger tilråding om eller det konkrete innholdet i de enkelte tilrådingene. Det er imidlertid offentlig at Etikkrådet er ferdig med sin gjennomgang av selskaper innen ukonvensjonell oljeproduksjon og kullbasert kraftproduksjon. Etikkrådet vil frem-

over vurdere selskaper som produserer sement eller stål samt se nærmere på utslipp fra internasjonal skipsfart.

Norges Banks spørsmål og vurderinger

Norges Bank spør i sitt brev til departementet om hvordan klimakriteriet skal forstås som et atferdskriterium. Banken mener at kriteriet, sammenlignet med andre kriterier i retningslinjene, ikke gir en særskilt presis angivelse av hva slags atferd som skal gi grunnlag for en beslutning om utelukkelse.

Norges Bank ber departementet om å bidra til å avklare om det primære vurderingsgrunnlaget etter kriteriet er ment å være selskapenes utslipp, samt om det i fremoverskuende vurderinger kan gis avgjørende betydning at klimagassintensitet mot et bransjegjennomsnitt ikke forbedres over tid.

Norges Bank stiller videre spørsmål ved om et bransjegjennomsnitt kan være en grunnleggende, etisk norm. Norges Bank deler Etikkrådets vurdering av at høye absolutte utslipp eller utslippsintensitet kan danne et utgangspunkt for utvelgelse av selskaper opp mot kriteriet, men mener samtidig at kriteriet legger opp til vurderinger av selskaps spesifikke handlinger eller unnlatelser i forbindelse med klimagassutslipp utover selve utslippene. Eksempler kan ifølge banken være hvordan selskapet forholder seg til klimarammeverket de opererer innenfor, atferd sett opp mot internasjonale standarder, samt håndtering av og rapportering om klimagassutslipp.

Norges Bank ber videre Finansdepartementet vurdere om det er behov for å utdype departementets tidligere omtale av betydningen av at enkelte selskaper opererer innenfor klimarammeverk, herunder karbonavgifter, eller systemer med karbonprising og kvotehandel. Norges Bank skriver at Etikkrådet i de tilrådingene som er avgitt under kriteriet ikke har vektlagt forholdet til kvoteplikt eller andre former for regulering av utslipp. Slik Norges Bank forstår forarbeidene, bør likevel forhold som hvorvidt et selskap opererer innenfor et klimarammeverk eller system med karbonavgifter, karbonprising eller kvotehandel være en del av grunnlaget for vurderingene opp mot klimakriteriet. Det samme gjelder hvordan selskaper forholder seg til aktuelle rammeverk.

Etikkrådets vurderinger

Etikkrådet skriver i brev til Norges Bank at det legger til grunn at det er atferd knyttet til utslipp

som er sentralt, og at det er to kvalifiserende forhold ved et selskaps atferd som avgjør om det kan foreslås utelukket: Først om selskapets utslipp er stort, og dernest om utslippet er klart større per produsert enhet enn for selskaper det er naturlig å sammenligne med. Etikkrådet vurderer altså utslippene og utslippintensiteten i seg selv som en konsekvens av atferd. Etikkrådet har tatt utgangspunkt i produksjon av relativt homogene produkter, men hvor blant annet produksjonsmåte og innsatsfaktorer har stor betydning for utslippintensiteten.

Etikkrådet vurderer deretter den fremtidige risikoen, herunder om selskapet har konkrete, troverdige og tidfestede planer om å redusere sine utslipp slik at disse innen rimelig tid ikke skiller seg vesentlig fra utslipp fra andre selskaper som produserer samme produkt. Det er etter rådets syn ikke tilstrekkelig at selskapet har en generell policy om reduksjon av klimagassutslipp langt frem i tid. I denne vurderingen legger Etikkrådet også vekt på den sannsynlige utslippsreduksjonen til selskaper det er naturlig å sammenligne med, samt vurderer gjennomførbarheten av selskapenes planer opp mot eventuelle bransjeutfordringer med hensyn til teknologitviking.

Etikkrådet peker på at Parisavtalen gjelder land, og ikke inneholder forpliktelser på bransje- eller selskapsnivå. Etikkrådet skriver at det i fravær av selskaps-spesifikke krav til reduksjon av klimagasser har lagt til grunn at alle selskaper med store utslipp har en særlig etisk forpliktelse til å bidra til å nå målene om en temperaturstigning godt under to grader. Rådet har samtidig lagt til grunn at om utslippene i utgangspunktet er uakseptable, må de reduseres mer enn gjennomsnittet for bransjen. Hvis ikke, vil de ha samme avstand til gjennomsnittet også etter reduksjonene.

Etikkrådet påpeker videre at det etter en samlet vurdering har kommet til at det nå er vanskelig å legge avgjørende vekt på om et selskap er omfattet av et kvotehandelssystem eller andre reguleringsmekanismer knyttet til utslipp. Etikkrådet understreker at dette har vært et vanskelig spørsmål. Rådet har i sin vurdering vektlagt formuleringene i fondsmeldingen våren 2015, utviklingen i landenes forpliktelser fra Kyotoprotokollen til Parisavtalen samt de praktiske konsekvensene av ulike tolkninger.

Etikkrådet viser til at bare 20 pst. av verdens utslipp i dag er omfattet av en eller annen form for karbonprising (avgifter, skatter og/eller kvo-

tesystem) og at utslippsprisen for de fleste jurisdiksjoner er langt lavere enn det som er nødvendig for å nå målene i Parisavtalen. Etikkrådet peker videre på at EUs kvotesystem skiller seg ut, og blant annet at kullkraft etter hvert ikke lenger vil være lønnsomt innenfor dette systemet. Dette mener rådet kan tale for at selskaper innenfor et stramt/ambisiøst klimarammeverk ikke bør utelukkes fra fondet gjennom klimakriteriet.

På den annen side mener rådet at det er vanskelig å legge til grunn at selskaper innenfor et klimarammeverk skal behandles annerledes enn selskaper utenfor, og at vektlegging av klimarammeverk i vurderingen gjør at rådet beveger seg bort fra grunnprinsippet om grovt uetisk atferd (høye utslipp og høy utslippintensitet). I tillegg mener Etikkrådet at klimarammeverket, gjennom inngåelsen av Parisavtalen, har endret seg siden klimakriteriet ble innført (da det var Kyotoavtalen som var gjeldende). Som del av Parisavtalen har de fleste land nå nasjonalt fastsatte mål, men de er satt ut fra landenes egne forutsetninger, og rådet mener det ikke er mulig å ta utgangspunkt i ett lands mål og planer og vurdere om det er tilstrekkelig offensivt opp mot Parisavtalens mål. Landenes gjennomføring av mål under Parisavtalen vil bli gjenstand for en internasjonal gjennomgang, men Etikkrådet argumenterer for at det er usikkert om disse vurderingene kan brukes som grunnlag for å bedømme utslipp fra selskaper.

Etikkrådet skriver at der det er mulig å identifisere, vil rådet anse det som forsterkende i negativ retning om et selskap i sin lobbyvirksomhet viser en kritisk og negativ holdning til nasjonalt og internasjonalt klimaarbeid og for eksempel systematisk tilbakeholder sentral informasjon eller bevisst taler mot bedre vitende.

Manglende eller mangelfull informasjon om selskaps-spesifikke forhold vil for alle atferdskriteriene normalt føre til at Etikkrådet vurderer den fremtidige risikoen som høyere enn ved god tilgang på informasjon. Videre skriver Etikkrådet at det bare er i tvilstilfeller at forhold som selskapers deltakelse i bransjevis benchmarking, satsing på teknologitviking eller deltakelse i rapporteringssystemer som CDP,¹⁰ vil kunne gjøre at selskaper som i utgangspunktet har uakseptable utslipp, vurderes som akseptable.

¹⁰ Tidligere Carbon Disclosure Project.

6.4.3 Departementets vurderinger

6.4.3.1 Overordnede premisser

Følgende, overordnede premisser skal legges til grunn for praktiseringen av det atferdsbaserte klimakriteriet:

Terskelen for utelukkelse

Den etablerte, høye terskelen for utelukkelse av selskaper på bakgrunn av atferdskriteriene i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU skal ligge fast.

Dynamikk versus stabilitet

Klimakriteriet skal være dynamisk over tid, i tråd med blant annet endringer i energiproduksjon, teknologisk utvikling og i nasjonale og internasjonale klimarammeverk.

På den annen side må grunnlaget for utelukkelse under kriteriet være tilstrekkelig robust, slik at beslutningene normalt vil stå seg over noe tid. Det bør unngås at et selskap stadig svinger mellom å være over og under terskelen for utelukkelse.

Kriteriet som et atferdskriterium

Mens de produktbaserte kriteriene i retningslinjene omfatter produksjon av visse produkter, er atferdskriteriene basert på enkeltsekskapers atferd. Klimakriteriet definerer ikke produksjon av særskilte produkter som grovt uetisk i seg selv. Enkeltsekskapers relative utslipp (utslippintensitet) anses imidlertid som en konsekvens av atferd (handling eller unnlater). Faktorer som påvirker utslippintensiteten kan for eksempel være valg av produksjonsmetode, herunder innsatsfaktorer og teknologi. Det kan i noen tilfeller være relevant å vurdere atferden i lys av de valgene selskapet i praksis har stått overfor, blant annet tilgang til råvarer og teknologi, samt geografisk beliggenhet.

Kjede av virkemidler, tilrådinger og beslutninger

Etikkrådet har ansvar for å gi råd om observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Alle relevante forhold for en samlet vurdering av selskaper under klimakriteriet bør omtales i tilrådingene fra Etikkrådet. Det følger av retningslinjene at Etikkrådet forelegger utkast til tilråding for selskapene. Det innebærer at de får mulighet til å

rette opp eventuelle feil eller mangler i informasjonsgrunnlaget i tilrådingen.

Fra 2015 er det Norges Banks hovedstyre som tar beslutninger i slike saker. Formålet med den nye arbeidsdelingen var blant annet å legge til rette for et godt samarbeid mellom Etikkrådet og Norges Bank, slik at de ulike virkemidlene lettere kan vurderes i sammenheng og brukes på en hensiktsmessig måte i hvert enkelt tilfelle.

Der det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, og da særskilt om utviklingen fremover i tid, kan Etikkrådet tilrå observasjon. Før observasjon og utelukkelse besluttet, skal Norges Bank vurdere om andre virkemidler, herunder eierskapsutøvelse, kan være bedre egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker være mer hensiktsmessige. Det overordnede målet er å finne det mest egnede virkemiddelet i hver enkelt sak. Beslutninger om observasjon og eierskapsutøvelse innebærer et omfattende arbeid for henholdsvis Etikkrådet og Norges Bank i oppfølgingen.

Norges Bank vil gi en mer omfattende begrunnelse i saker der hovedstyret beslutter å benytte et annet virkemiddel enn Etikkrådets tilråding, se avsnitt 6.7.

6.4.3.2 Samlet vurdering

Vurderinger av selskaper i SPU opp mot det atferdsbaserte klimakriteriet skal, i tillegg til å baseres på premissene omtalt i avsnittet over, bygge på en samlet vurdering på bakgrunn av følgende forhold:

Utslipp, utslippintensitet og sammenligningsgrunnlag

For de øvrige atferdskriteriene kan Etikkrådet i stor grad ta utgangspunkt i etablerte, etiske normer som selskapers atferd kan vurderes opp mot. For klimakriteriet finnes det ikke tilsvarende normer for uakseptable utslipp av klimagasser.

For at et selskap skal vurderes for observasjon eller utelukkelse under kriteriet, må det ha store absolutte utslipp, både aggregert og fra den typen produksjon som vurderes. Selskapet må også ha vesentlig høyere utslippintensitet enn selskaper det er naturlig å sammenligne med.

Departementet legger til grunn at det for klimakriteriet identifiseres det mest relevante sammenligningsgrunnlaget for vurderinger av utslippintensitet, og at dette i noen grad kan avhenge av hva slags produksjon som vurderes.

Fremoverskuende vurderinger

På samme måte som for de øvrige atferdskriteriene, er fremoverskuende vurderinger vesentlig under klimakriteriet. Formålet er å vurdere risikoen for at den uakseptable atferden vil vedvare. Et sentralt moment vil være om det foreligger konkrete og troverdige planer for hvordan utslippsintensiteten skal reduseres til et akseptabelt nivå innen rimelig tid.

Vurderingene skal være i tråd med det overordnede premisset om at terskelen for utelukkelse av selskaper skal være høy. Slike fremoverskuende vurderinger kan være kompliserte og beheftet med stor usikkerhet, og må trolig baseres på skjønn. Videre kan det være relevant å se hen til selskapets egne planer og anslått gjennomføringsevne, blant annet for utfasing av sterkt utslippsintensive teknologier, hvordan utviklingen ventes å bli i sammenligningsgruppen samt anslått utvikling i relevant teknologi, standarder og praksis. For vurderinger av selskapets gjennomføringsevne, kan det for eksempel være relevant å se på om selskapet gir Etikkrådet tilstrekkelig informasjon, selskapets offentlige rapportering om klimarelaterte forhold, samt hvordan selskapets planer er forankret i organisasjonen og i konkrete strategier.

Det vil også være relevant hvilket klimarammeverk selskapet er omfattet av, jf. utdyping i punktene nedenfor om «klimarammeverk» og «vurderingsgrunnlag og andre forhold».

Klimarammeverk

Det internasjonale klimarammeverket vil fra 2020 være Parisavtalen. Avtalen omfatter alle land, og det er landene selv som bestemmer egne bidrag og gjennomføring. I avtalen fremgår det at industriland bør ha mål for absolutte utslippsreduksjoner som dekker hele økonomien, mens utviklingsland oppmuntres til over tid å bevege seg i samme retning. Nasjonale klimarammeverk, som regulering, avgifter eller kvotesystemer vil være forskjellige mellom land og regioner. Parisavtalen har bestemmelser om at landene frivillig kan samarbeide om utslippsreduksjoner for å nå sine utslippsmål, se boks 6.3 om EUs og Norges klimarammeverk.

Klimarammeverket et selskap står overfor vil påvirke selskapets atferd (utslipp i dag og i fremtiden). Selskaper innenfor et stramt klimarammeverk vil over tid ha lavere utslipp enn tilsvarende selskap i et mindre stramt rammeverk. Videre har kapitalutstyr ofte lang levetid. Det innebærer at utslipp målt på et gitt tidspunkt innenfor samme

klimarammeverk kan variere betydelig mellom selskaper som produserer det samme. Det er grunn til å anta at slike forskjeller kan vedvare over flere år.

Selskapers utslipp påvirkes av valg av produksjonsmetode, herunder valg av teknologi ved større investeringer. Et selskap vil i utgangspunktet velge de mest lønnsomme løsningene det har tilgang til, gitt forventede utslippspriser og andre rammebetingelser. Om et selskap velger mer utslippsintensive teknologier ved slike investeringer enn de beste teknologiene som er tilgjengelige, kan det fremstå som en unnlattelse. Innenfor et kvotesystem med et fastsatt kvotetak som er økonomisk bindende, vil imidlertid økte utslipp eller mangel på utslippsreduksjoner i et selskap bli utlignet av reduserte utslipp et annet sted i systemet. Innenfor et stramt og troverdig klimarammeverk kan det derfor legges til grunn at selskapet tar hensyn til utslippskostnaden, i likhet med andre kostnader, i sine investerings- og produksjonsplaner. Myndighetene har lagt en konkret og troverdig plan for hvordan utslippene skal reduseres, som selskapene må følge. Det taler for at terskelen for utelukkelse av selskaper innenfor et stramt klimarammeverk bør være høyere enn for øvrige selskaper. Som pekt på i fondsmeldingen våren 2015, vil det å utelukke selskaper som opererer i tråd med et slikt systems retningslinjer også kunne gi uheldige signaler.

Som omtalt i fondsmeldingen våren 2015, er det naturlig at en samlet vurdering under klimakriteriet tar hensyn til om selskapers utslipp av klimagasser er pålagt avgifter, kvoteplikt eller andre reguleringer. Det innebærer at selv om det kan være krevende å vurdere hvor stramt et bestemt klimarammeverk er, må tilgjengelig informasjon om reguleringen i et land eller en region tillegges vekt, og tas med i den samlede vurderingen, når selskaper vurderes opp mot klimakriteriet.

EUs kvotesystem har en nedskaleringsfaktor for antall kvoter som årlig utstedes som gjør at det litt etter midten av dette århundret ikke lenger vil utstedes nye kvoter. Systemet har i tillegg strenge etterlevelseshemmeligheter. I mangel av internasjonale retningslinjer eller standarder på dette feltet, er det naturlig at EUs kvotesystem, som på bakgrunn av sine regler, etterlevelseshemmeligheter, nedskaleringsfaktor og kvotepriser kan sies å være et stramt klimarammeverk, legges til grunn som en norm eller sammenligningsgrunnlag ved vurderinger av rammeverket selskaper står overfor. Dette vil innebære at selskaper hvis utslipp er pålagt avgifter, kvoteplikt eller andre

Boks 6.3 EUs og Norges klimarammeverk

Norge innførte en CO₂-avgift allerede i 1991, lenge før vi fikk en internasjonal forpliktelse. EU utviklet sitt kvotesystem i forkant av Kyoto-avtalens første forpliktelsesperiode (2008–2012). Norge har vært en integrert del av EUs kvotesystem siden 2008 gjennom EØS-avtalen. Antall utslippsskilder som omfattes av EUs kvotesystem er senere utvidet og reglene innenfor systemet ytterligere harmonisert. I dag er 80 pst. av norske utslipp underlagt en klimaavgift (på rundt 500 kroner per tonn CO₂-ekvivalenter) og/eller deltakelse i EUs kvotesystem, der kvoteprisen har ligget mellom 200 og 250 kroner per tonn siden sommeren 2018.

EUs kvotesystem, samt regelverket for ikke-kvotepliktige utslipp (innsatsfordelingsforordningen), gjør at EU oppfyller sine internasjonale forpliktelser. Norge ønsker å samarbeide med EU om oppfyllelse av utslippsmålet for 2030 under Parisavtalen. Norske bedrifter bidrar på lik linje med bedrifter i EU til å redusere kvotepliktige utslipp. I tillegg vil Norge ved en avtale få et mål for ikke-kvotepliktige utslipp og for utslipp og opptak av klimagasser i skog og andre landarealer.¹ Regelverket i EU åpner for flere former for fleksibilitet, blant annet kan land som overoppfyller sin forpliktelse selge sitt overskudd til andre land.

Deltakelse i EUs kvotesystem er et sentralt element i norsk klimapolitikk. I klimaloven understrekes det at lovfesting av utslippsmålet for 2030 og målet om å bli et lavutslippssamfunn i 2050 ikke er til hinder for å samarbeide med EU om utslippsreduksjoner. Ved vurdering av hvorvidt Norge oppfyller klimalovens mål, skal det tas hensyn til effekten av norsk deltakelse i det europeiske klimakvotesystemet for virksomheter.

I dag er i overkant av 40 pst. av EUs utslipp og vel halvparten av Norges utslipp omfattet av kvoteplikt. Kvotesystemet setter et tak på de samlede utslippene fra kvotepliktig virksomheter gjennom antallet kvoter som blir gjort tilgjengelig i markedet (utstedes). Selskapene må bruke kvoter for å dekke sine årlige utslipp. Kvotene kan handles mellom selskaper. Det sørger for at utslippsreduksjonene skjer i de selskapene der kostnadene er lavest. Hvilke selskaper som faktisk reduserer utslippene sine, er uvesentlig. Det er de samlede utslippene for alle bedriftene som omfattes av kvoteplikten som er av betydning.

En sentral mekanisme i kvotesystemet er den årlige nedjusteringen i samlet antall kvoter som utstedes. Den årlige reduksjonen er i inneværende periode 1,74 pst. av en beregnet kvotemengde for 2010. Etter 2020 er nedskalering av kvotemengden raskere, 2,2 pst. per år. Utstedte kvoter i 2030 vil da være 43 pst. lavere enn utslippene fra de kvotepliktige sektorene i 2005. Hvis den årlige reduksjonen av kvotemengden fortsetter uendret etter 2030, vil antallet kvoter som gjøres tilgjengelig for de kvotepliktige virksomhetene i 2050 være 84 pst. lavere enn utslippene fra de kvotepliktige sektorene i 2005, og dermed nærme seg null litt etter midten av dette århundret.²

¹ Avtalen vil formelt sett være en EØS-komiteebeslutning som forankres i protokoll 31 om frivillig samarbeid utenfor de fire friheter.

² Det er dessuten en egen revisjonsbestemmelse i kvotedirektivet, blant annet knyttet til Parisavtalens globale gjennomganger og vurdering av behov for forsterkede virkemidler, herunder den årlige nedskalingsfaktoren.

reguleringer i utgangspunktet behandles likt på tvers av land eller regioner.

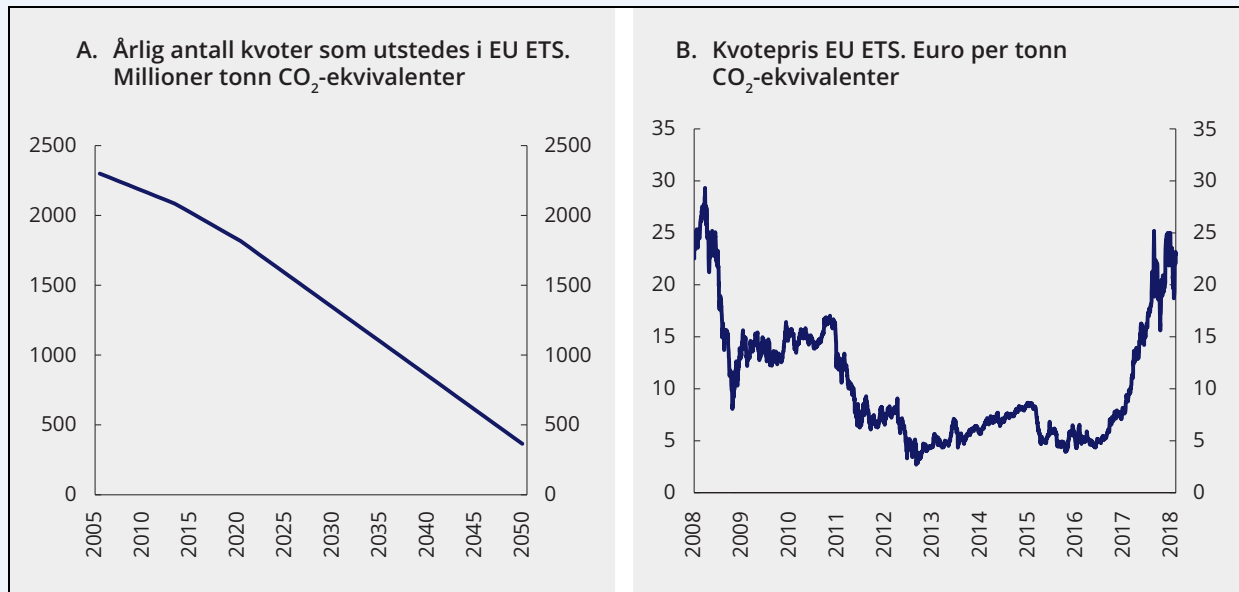
Vurderingsgrunnlag og andre forhold

Selskapers utslippsintensitet og fremoverskuede vurderinger kan være det primære vurderingsgrunnlaget under klimakriteriet.

I de tilfeller selskaper opptrer i tråd med lover og regler og omfattes av en stram klimaregule-

ring, som EUs kvotesystem, kan imidlertid ikke deres utslipp i seg selv sies å innebære en uakseptabel atferd. For slike selskaper må det derfor ligge ytterligere forhold til grunn for at atferden vurderes som uakseptabel under kriteriet. Grunnen er at det innenfor et stramt og troverdig klimarammeverk, må legges til grunn at selskapene vil ta hensyn til prisen på utslipp i sine investerings- og produksjonsplaner og at de samlede utslippene fra alle selskapene på sikt vil reduse-

Boks 6.3 forts.



Figur 6.3 Årlig antall kvoter som utstedes og kvotepris i EUs kvotesystem

Kilder: Macrobond, EU-kommisjonen og Klima- og miljødepartementet.

res. Hvilke selskaper og hvor mye hvert enkelt selskap faktisk reduserer utslippene sine til en hver tid, er uvesentlig. Det er de samlede utslippene fra alle selskapene som omfattes av klimarammeverket som er av betydning.

Også for øvrige selskaper er det relevant å se hen til eventuelle andre forhold som del av en samlet vurdering, men samtidig slik at utslippsintensitet og fremoverskuende vurderinger kan være et tilstrekkelig vurderingsgrunnlag.

Flere slike, andre forhold kan være aktuelle. Det tas forbehold om at oversikten nedenfor ikke er uttømmende og at det kan identifiseres flere relevante forhold:

- Flytting av produksjon med høy utslippsintensitet fra land med stramt klimarammeverk til land uten klimarammeverk («karbonlekkasje»).
- Motarbeidelse eller omgåelse av klimarammeverk.
- Positiv atferd innenfor klimarammeverk, som kjøp av kvoter utover forpliktelsen eller andre bidrag til utslippsreduksjoner i andre selskaper/land.
- Mangelfull rapportering av eller om klimagassutslipp, samt eventuelle unnlaterelser for eksem-

pel ved ikke å gi Etikkrådet tilstrekkelig informasjon.

- Hvordan selskapet integrerer klimahensyn i sin selskapsstyring, blant annet vurdering i lys av relevante internasjonale standarder og retningslinjer, samt rammeverket anbefalt av arbeidsgruppen for klimarelatert finansiell rapportering (TCFD).

6.5 Arbeidet med det atferdsbaserte menneskerettighetskriteriet

6.5.1 Innledning

I forbindelse med Stortingets behandling av fondsmeldingen våren 2018 uttalte finanskomiteen i Innst. 370 S (2017–2018) blant annet at «Når SPUs referanseindeks utvides til å omfatte land hvor det er grunn til bekymring for menneskerettighetssituasjonen generelt, er det viktig at retningslinjene for observasjon og uttrekk gjennomgås og operasjonaliseres slik at de er tilstrekkelig robuste i forhold til utfordringene i disse markedene.» På denne bakgrunn ba departementet i brev 28. juni 2018 Etikkrådet om å redegjøre for arbeidet med menneskerettighetskriteriet.

I henhold til retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU § 3 bokstav a kan observasjon eller utelukkelse besluttes for selskaper der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid eller de verste formene for barnarbeid. Beslutningene tas av Norges Banks hovedstyre, etter råd fra Etikkrådet. Ved utgangen av 2018 var fem selskaper utelukket under menneskerettighetskriteriet, mens tre selskaper var satt til observasjon.

Fondets rolle som ansvarlig eier kommer til uttrykk gjennom retningslinjer og rammer for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning. I mandatet fra departementet er det vist til internasjonale prinsipper og standarder som blant annet FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, se boks 6.1. Begge disse standardene inneholder prinsipper om menneskerettigheter som Norges Bank legger til grunn for sitt arbeid med ansvarlig forvaltning.

Arbeidet med menneskerettigheter er en viktig del av arbeidet med den ansvarlige forvaltningen i Norges Bank. I 2016 publiserte banken et forventningsdokument om menneskerettigheter som angir at banken som finansiell investor forventer at selskapene respekterer menneskerettigheter i tråd med FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP). Banken forventer at selskaper gjennomfører relevante tiltak i sin forretningsstrategi, risikohåndtering og rapportering. Norges Bank har også publisert et eget forventningsdokument om barns rettigheter, og har siden 2008 årlig vurdert hvordan selskaper med virksomhet eller leverandørkjeder i sektorer og land med høy risiko for barnarbeid rapporterer om sitt arbeid med barns rettigheter. Deler av informasjonen innhentet gjennom bankens vurderinger av barns rettigheter fanger opp hvordan selskapene rapporterer om sosiale forhold og menneskerettigheter mer generelt. Banken integrerer videre menneskerettigheter i sitt øvrige eierskapsarbeid, herunder i selskapsdialog, ved stemmegivning, gjennom bransjeinitiativer og ved å bidra til utviklingen av internasjonale standarder.

Etikkrådet redegjorde for sitt arbeid med menneskerettighetskriteriet i brev til Finansdepartementet 13. november 2018. I brevet vises det blant annet til hvordan kriteriet operasjonaliseres, herunder rådets tolkning og arbeidsform, samt noen særskilte utfordringer ved operasjonaliseringen knyttet til utvidelse av referanseindeksen, se avsnitt 6.5.2. Departementets vurderinger gis i avsnitt 6.5.3.

6.5.2 Etikkrådets arbeid med menneskerettighetskriteriet

I retningslinjene for observasjon og utelukkelse er det vist til en rekke eksempler på hva som kan oppfattes som grove brudd på menneskerettighetene. Etikkrådet peker på at kriteriet i utgangspunktet dekker svært ulike kategorier av brudd, fra drap og tortur, til dårlige arbeidsforhold og brudd på organisasjons- og ytringsfrihet. Rådet baserer seg derfor på internasjonalt anerkjente konvensjoner og autoritative tolkninger av disse i vurderingen av om det foreligger brudd. I tillegg benyttes også retningslinjer fra FN-organer, OECD, Verdensbanken og lignende.

Det følger av retningslinjene at forhold må være «grove» eller «systematiske» for å kvalifisere som menneskerettighetsbrudd. Grove brudd gjelder etter Etikkrådets praksis forhold som rammer fysisk integritet,¹¹ mens systematiske brudd innebærer at de aktuelle forholdene har et betydelig omfang.¹² Rådet presiserer at det legges til grunn at dersom menneskerettighetsbrudd er grove, kan det være tilstrekkelig med noen få brudd for at et selskap skal utelukkes, mens bruddene ikke behøver å være like grove for å kvalifisere for utelukkelse dersom de anses å være systematiske.

Retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper viser til at et selskap kan kvalifisere for brudd på de atferdsbaserte retningslinjene dersom det selv er ansvarlig for eller medvirker til bruddet. Etikkrådet skriver at det er lagt til grunn at terskelen for utelukkelse er lavere for normbrudd som et selskap har et direkte ansvar for, enn for normbrudd selskapet medvirker til, men som myndigheter eller forretningspartnere er direkte ansvarlige for. Dersom det er en risiko for grove menneskerettighetsbrudd, som for eksempel tvangsarbeid eller de verste former for barnarbeid, legger Etikkrådet til grunn at selskaper i prinsippet kan tillegges ansvar for brudd som eksempelvis finner sted i leverandørkjeden.

Mens retningslinjene retter seg mot enkelt-selskaper, er det rettslig sett stater som er forpliktet etter internasjonale menneskerettighetskonvensjoner. Etikkrådet vurderer om det aktuelle selskapet opptrer på en slik måte at det vil innebære medvirkning til krenkelser av internasjonalt

¹¹ Tortur, drap, frihetsberøvelse, de verste former for barnarbeid, tvangsarbeid og lignende.

¹² «Systematiske» innebærer at slike krenkelser ikke fremstår som isolerte brudd, men utgjør et handlingsmønster.

anerkjente menneskerettigheter, og tar ikke stilling til i hvilken grad staten har ansvar for eventuelle menneskerettighetsbrudd i den enkelte sak.

Etikkrådets arbeid med menneskerettighetskriteriet følger i all hovedsak rådets arbeid med øvrige atferdsbaserte kriterier, se avsnitt 6.2. Etikkrådet tar sikte på å gjennomføre en evaluering av sitt arbeid med menneskerettighetskriteriet i løpet av 2019.

Etikkrådet trekker i sitt brev frem noen forhold som kan medføre utfordringer for rådets arbeid i forbindelse med at flere land med større risiko for menneskerettighetsbrudd kommer inn i referanseindeksen. Da Etikkrådet ble etablert i 2003 var fondet investert i 27 utviklede markeder og om lag 3 000 selskaper. Ved utgangen av 2018 er fondet investert i over 9 000 selskaper i mer enn 70 land. Denne utviklingen har ifølge Etikkrådet ført til at fondet er investert i flere selskaper med virksomhet i land der den etiske risikoen er stor, og påvirker også rådets rolle som utreder, analytiker og rådgiver.

Hvilke land som inngår i referanseindeksen for SPU avhenger av indeksleverandørenes vurderinger, se avsnitt 2.1. Forvaltningsmandatet stiller krav om at alle markeder skal godkjennes av Norges Bank, før investeringer kan foretas. Disse vurderingene baseres i all hovedsak på karakteristika ved markedsplassen. Etikkrådets erfaring tilsier at det ikke er noen nødvendig sammenheng mellom velfungerende finansmarkeder og en velfungerende rettstat som evner å ivareta borgernes rettigheter.

Etikkrådet peker videre på at informasjonstilgangen i mange land generelt er liten. Det gjør det krevende å skaffe tilstrekkelig pålitelige eller nøytrale kilder til å kunne underbygge og sannsynliggjøre normbrudd knyttet til menneskerettigheter. Dårlig informasjonstilgang gjelder ifølge Etikkrådet spesielt lukkede, repressive land, hvor det samtidig er en generell bekymring knyttet til menneskerettighetssituasjonen. Utfordringer med begrenset og upålitelig informasjon gjelder også visse bransjer, som for eksempel forsvarsindustrien eller høyteknologiske bransjer.

For store, internasjonale selskaper som opererer i land med høyere grad av myndighetskontroll og lavere toleranse for myndighetskritikk, har Etikkrådet som regel et visst tilfang av informasjon fra internasjonale nettverk av frivillige organisasjoner og vestlige medier som følger opp de store selskapene. For de lokale selskapene som opererer og er hjemmehørende i slike land, er det derimot ofte svært begrenset informasjonstilfang.

Konsekvensen av ulik informasjonstilgang vil ifølge Etikkrådet kunne bli at selskaper fondet er investert i behandles forskjellig.

Etikkrådet peker også på utfordringer knyttet til selskaper som opererer i land med et annet normsett enn det som ligger til grunn i internasjonale anerkjente konvensjoner og autoritative tolkninger av disse. Selskaper kan dermed på ulike måter bli involvert i brudd på menneskerettigheter samtidig som de følger lokale lover. Etikkrådet stilles dermed overfor et dilemma om å anbefale utelukkelse av selskaper basert på brudd på internasjonale normer, og dermed risikere at anbefalingene oppfattes som myndighetskritikk, eller bare vurdere de forholdene som et selskap er i stand til å påvirke. Sistnevnte vil kunne fremstå som legitimering av forhold som i andre sammenhenger ville ha medført tilråding om utelukkelse.

Etikkrådet skriver videre at hvis summen av virkemidler som ligger til Norges Bank og Etikkrådet ikke er tilstrekkelig til å ivareta etisk risikohåndtering i særlig utsatte land, kan det reises spørsmål om hvorvidt kravene til ansvarlig forvaltning er tilfredsstillt. Etikkrådet ser behov for at disse spørsmålene utredes nærmere.

6.5.3 Departementets vurderinger

Departementet mener det er viktig at menneskerettighetskriteriet følges opp på en konsistent, forutsigbar og prinsipiell måte overfor selskapene fondet er investert i. Departementet har merket seg Etikkrådets vurdering om at det kan være tilstrekkelig med noen få brudd for at et selskap kan utelukkes etter menneskerettighetskriteriet dersom bruddene er grove, mens de aktuelle forholdene ikke behøver å være like grove hvis de anses å være systematiske. Departementet har videre merket seg at terskelen kan være lavere for normbrudd som et selskap har direkte ansvar for, enn for et normbrudd som et selskap medvirker til.

Departementet har også merket seg at Etikkrådet trekker frem utfordringer og dilemmaer ved praktiseringen av menneskerettighetskriteriet i enkelte land. Departementet viser i denne sammenheng til at regjeringen legger opp til å sette ned et utvalg som skal gjennomgå de etiske retningslinjene for fondet.

Departementet har for øvrig satt i gang et arbeid med å vurdere rammeverket for aksjeinvesteringene i fondet, herunder den geografiske sammensetningen av referanseindeksen, se avsnitt 3.4.

6.6 Pengespillselskaper i SPU

6.6.1 Innledning

I forbindelse med behandlingen av fondsmeldingen våren 2018¹³ viste finanskomiteen til Stortingets anmodningsvedtak 7. mai 2018 om å utrede grunnlaget for å trekke SPU ut av pengespillselskaper, se Innst. 370 S (2017–2018).¹⁴

På denne bakgrunn ba departementet i brev 28. juni 2018 til Norges Bank om at banken gjør rede for omfanget av «pengespillselskaper» i fondets referanseindeks og beskriver selskapenes virksomhet, herunder forskjellene mellom selskapene. Departementet ba samtidig Etikkrådet vurdere om det kan være forhold ved slike selskaper som kan omfattes av gjeldende kriterier i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU.

6.6.2 Innspill fra Norges Bank

Norges Bank har i brev til departementet 25. oktober 2018 pekt på at omfanget av pengespillselskaper reiser spørsmål om definisjoner og avgrensning.

For aksjer er sektoren «gambling», i henhold til Industry Classification Benchmark (ICB), definert som «Tilbydere av spill- og kasinofasiliteter, inkludert nettkasino, veddeløpsbaner og produsenter av pachinkomaskiner og kasino- og lotteriutstyr.» For selskapsobligasjoner har banken tatt utgangspunkt i en industriklassifisering fra indeksleverandøren Bloomberg. I henhold til denne klassifiseringen omfatter sektoren «gaming» selskaper som driver innenfor pengespill og kasino.

Selskaper som har størstedelen av sine inntekter fra slik virksomhet vil bli tilordnet «gambling»- eller «gaming»-sektorene. De to indeksleverandørene har ikke ytterligere beskrevet selskapene som tilordnes sektorene, eller gjort rede for forskjeller mellom selskapene. Banken uttaler likevel at ut fra listen med selskaper som er omfattet, er det stor variasjon. Enkelte selskaper er operatører av fysiske spill, mens andre driver nettbaserte spill. Andre igjen er underleverandører som le-

rer utstyr, tjenester eller programvare til sektoren. Det pekes også på at det trolig vil være selskaper som har en mindre andel av sine inntekter fra spillvirksomhet, men som tilordnes en annen sektor enn «gambling» eller «gaming».

Banken viser for øvrig til at indeksleverandørens klassifisering av spillselskaper ikke forholder seg til selskapenes formål eller kunde-grunnlag. ICBs klassifisering omfatter også selskaper som er leverandører til blant annet statlige spillselskaper og lotterier i Europa.

Ved utgangen av første halvår 2018 inneholdt SPU referanseindeks for aksjer 56 selskaper med en samlet markedsverdi på 24 mrd. kroner som inngår i ICBs «gambling»-sektor. I tillegg til selskapene i referanseindeksen hadde fondet aksjeinvesteringer i 13 selskaper med en markedsverdi på om lag 750 mill. kroner i denne sektoren. SPU referanseindeks for obligasjoner inneholdt på samme tidspunkt ett selskap til en verdi på 46 mill. kroner i «gaming»-sektoren. I tillegg hadde fondet obligasjonsinvesteringer i denne sektoren i ett selskap til en verdi på 384 mill. kroner.

6.6.3 Innspill fra Etikkrådet

Etikkrådet har i brev til departementet 13. november 2018 gitt sine vurderinger av hvorvidt det er forhold ved spillselskaper som kan omfattes av de gjeldene retningslinjer for observasjon og utelukkelse. Rådet påpeker at gjeldende kriterier i de etisk motiverte retningslinjene ikke gir grunnlag for å utelukke et selskap utelukkende fordi det tilbyr pengespill. Pengespillselskaper vurderes imidlertid opp mot atferdskriteriene på samme måte som andre selskaper.

De atferdsbaserte kriteriene dekker i dag grove eller systematiske menneskerettighetsbrudd, alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner, alvorlig miljøskade, handlinger eller unnlater som i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser, grov korrupsjon og andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer. Etikkrådet fremhever at terskelen for utelukkelse skal være høy, slik det ble uttrykt i Graver-utvalgets utredning¹⁵, og som fortsatt er førende for arbeidet med observasjon og utelukkelse: «*Det er bare de groveste former for brudd på disse normer som bør danne grunnlag for uttrekk. Det vil si at ikke alle lovbrudd som et selskap blir beskyldt for å ha begått*

¹³ Meld. St. 13 (2017–2018) *Statens pensjonsfond 2018*.

¹⁴ Anmodningsvedtaket hadde sin bakgrunn i Innst. 242 S (2017–2018) fra familie- og kulturkomiteen basert på et representantforslag om en mer ansvarlig spillpolitikk. Forslagsstillerne viste til at SPU har investeringer i flere utenlandske spillselskaper, og det hevdes videre at disse selskapene undergraver norsk lov og den norske enerettsmodellen med sin virksomhet i Norge. Forslagsstillerne mente derfor det er grunn til å vurdere om SPU skal avstå fra investeringer i denne bransjen.

¹⁵ NOU 2003: 22 *Forvaltning for fremtiden*.

eller medvirket til, er relevante for vurderingen av om Petroleumsfondet skal trekke seg ut».

Etikkrådet viser til at dersom man ønsker å utelukke selskaper fordi de tilbyr pengespill, er det mest effektivt å etablere et produktkriterium. Selskaper skal utelukkes fra fondet hvis de produserer noen klart definerte produkter, men pengespill er ikke ett av kriteriene. Produktkriteriene gjelder enkelte våpentyper, tobakk, kull og kullbasert energiproduksjon (30 prosent terskel) samt salg av våpen til enkelte stater. Etikkrådet fremhever samtidig at et pengespillkriterium kan føre til at mange selskaper blir utelukket fra fondet. I dag er det 69 selskaper som er indekssklassifisert som *gambling* i SPU. Disse har mellom 50 og 100 pst. av sine inntekter fra pengespillvirksomhet. Dersom man senker terskelen og tar med alle selskaper som har noe inntekt (1–5 pst.) fra spill, vil listen over selskaper bli svært lang og omfatte blant annet flyselskaper, kringkasting, cruisereederier, telekommunikasjon, restaurantkjeder, dagligvarehandel mv.

Etikkrådet mener at eventuelle endringer i retningslinjene bør komme som resultat av en grundigere utredning.

6.6.4 Departementets vurderinger

Departementet viser til at det er bred politisk enighet om investeringsstrategien for SPU, og at målet for forvaltningen er høyest mulig avkastning innenfor akseptabel risiko. Innenfor den overordnede finansielle målsettingen skal SPU være en ansvarlig investor. Fondet skal ikke være et virkemiddel for å nå andre, politiske målsettinger.

Som del av rammeverket for ansvarlig forvaltning, er det fastsatt etisk motiverte retningslinjer, og det er en systematisk tilnærming til arbeidet med å utelukke eller sette selskaper til observasjon. Retningslinjene har kriterier for å utelukke selskaper på bakgrunn av hva de produserer eller deres atferd. Det er i forarbeidene til retningslinjene fremhevet at det kun er de groveste former for brudd på normene som skal danne grunnlag for utelukkelse. Stortinget har sluttet seg til dette.

Atferdsbasert utelukkelse eller observasjon innebærer at det stilles etiske minstekrav til alle selskapene fondet er investert i. Dersom selskapene opptrer på en måte som vurderes å være i strid med kriteriene i retningslinjene, skal det vurderes om de skal utelukkes eller settes til observasjon. Dette gjelder også for spillselskaper.

For produktbasert utelukkelse, er det etter departementets vurdering vanskelig å finne hol-

depunkter for at det eksisterer et felles etisk verdigrunnlag, såkalt overlappende konsensus, i den norske befolkningen som kan danne basis for å utelukke spillselskaper på generelt grunnlag. Spillvirksomhet er innenfor gitte rammer lovlig i mange land, herunder Norge. Det er videre bred enighet om at terskelen for å utelukke hele sektorer eller bransjer skal være høy.

SPU investeres i sin helhet i utlandet. Det er samtidig ikke til hinder for at selskaper fondet er investert i vil kunne ha norske kunder. Norske forbrukere har via internett tilgang til produkter og tjenester fra selskaper over hele verden, innenfor de fleste bransjer. Disse produktene og tjenestene vil ofte være regulert av andre lands lovverk, som kan være ulikt det norske. Dette er ikke i seg selv et kriterium for å vurdere utelukkelse, verken for enkeltelskaper eller bransjer.

Det å begrunne utelukkelse av utenlandske pengespillselskaper med at selskapene undergraver norsk lov og den norske enerettsmodellen for spillpolitikk, vil bryte både med målsettingen for fondet og utgangspunktet om at utelukkelse av selskaper skal være basert på etiske kriterier utformet i tråd med et bredt nasjonalt verdigrunnlag og internasjonale normer. På denne bakgrunn etableres det ikke etiske kriterier for observasjon og utelukkelse av spillselskaper fra SPU.

6.7 Arbeidsdelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank

6.7.1 Innledning

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Etikkrådet har ansvar for å gi råd om observasjon og utelukkelse, mens det er Norges Banks hovedstyre som treffer beslutninger i slike saker. For kullkriteriet er ansvaret for å identifisere selskaper delt mellom Etikkrådet og Norges Bank. Frem til 2015 var det Finansdepartementet som tok beslutninger om observasjon og utelukkelse på bakgrunn av tilrådinger fra Etikkrådet.

Formålet med endringen i arbeidsdelingen var blant annet å legge til rette for et godt samarbeid mellom Etikkrådet og Norges Bank, slik at de ulike virkemidlene lettere kan vurderes i sammenheng og brukes på en hensiktsmessig måte i hvert enkelt tilfelle. Et flertall i finanskomiteen la i sin behandling blant annet vekt på at den nye arbeidsdelingen ville legge til rette for «en mest mulig sammenhengende kjede av virkemidler», se Innst. 200 S (2013–2014).

Departementet ba i brev 5. november 2018 til Norges Bank og Etikkrådet om vurderinger av hvordan arbeidsdelingen og samarbeidet mellom de to fungerer. I brevene ble Norges Bank og Etikkrådet bedt om å redegjøre for arbeidsdelingen, herunder hvordan informasjonsutvekslingen og samarbeidet fungerer og hvordan det arbeides med å oppnå en felles forståelse av kriteriene i retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Videre ba departementet om en gjennomgang av hvordan det arbeides for at kommunikasjonen med selskaper fremstår enhetlig, og om hvordan organiseringen bidrar til å ivareta formålet om tydeligere ansvarslinjer, bedre samspill mellom Norges Bank og Etikkrådet samt en mest mulig sammenhengende kjede av virkemidler.

Norges Banks og Etikkrådets svarbrev av henholdsvis 14. og 19. desember 2018 er tilgjengelige på Finansdepartementets nettsider.

6.7.2 Norges Banks og Etikkrådets erfaringer med arbeidsdelingen

Både Etikkrådet og Norges Bank vurderer at arbeidsdelingen og samarbeidet fungerer godt.

Det avholdes faste kvartalsmøter på administrativt nivå der Etikkrådet informerer om pågående saker og Norges Bank om beholdninger og temaer i eierskapsdialogen. I tillegg er det løpende møter gjennom året med utveksling av informasjon om enkelttemaer det arbeides med. I 2018 var klima, avskoging, korrupsjon, ulovlig fiske og morsmelkerstatning aktuelle temaer. En gang i året avholdes det et møte mellom Etikkrådet og eierskapsutvalget til Norges Banks hovedstyre. Det følger også av retningslinjene for observasjon og utelukkelse at det skal avholdes møter mellom Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet.

Det er videre etablert rutiner for koordinering av pågående arbeid og for kontakt med enkelt-selskaper, for å sikre mest mulig enhetlig kommunikasjon med de aktuelle selskapene. Norges Bank sender ved hver månedsslutt en liste over selskaper i fondets aksje- og renteportefølje til Etikkrådet. Norges Bank sender også løpende informasjon om enkelt-selskaper eller problemstillinger som kan være relevante for Etikkrådets arbeid. Etikkrådet ber i tillegg om informasjon om beholdninger i selskaper etter behov. Videre formidler Etikkrådet regelmessige oversikter til Norges Bank over selskaper rådet undersøker.

Når Etikkrådet ønsker å kontakte et selskap for første gang, avklares det først med Norges

Bank om det er behov for koordinering. I de fleste tilfellene vurderer Norges Bank at kontakten kan gjennomføres av Etikkrådet alene. Både Norges Bank og Etikkrådet legger vekt på å understreke rolledelingen overfor selskapene.

Etikkrådet fremhever i brevet at forskjellene i de to institusjonenes mandater gjenspeiles i arbeidsformen. Norges Bank uttrykker forventninger og forsøker å påvirke selskaper til en god praksis, mens Etikkrådet innhenter informasjon for å vurdere risikoen for brudd på retningslinjene. Etikkrådet viser til at selskapene kan oppfatte at de i like stor grad blir gjenstand for påvirkning gjennom Etikkrådets prosesser som gjennom bankens eierskapsutøvelse. De tilrådingene som blir avgitt, kan ifølge Etikkrådet også påvirke andre aktører og dermed ha en normdannende effekt som favner videre enn arbeidet med det enkelte selskapet.

Etikkrådet peker videre på at det de siste årene har kommet en rekke retningslinjer for god selskapspraksis, som for eksempel FNs retningslinjer for næringsliv og menneskerettigheter, og ulike retningslinjer for forebygging av korrupsjon. Etikkrådet bygger på slike anerkjente prinsipper i selskapskontakten. Norges Bank legger også disse retningslinjene til grunn for sitt arbeid med ansvarlig forvaltning. Det reduserer ifølge Etikkrådet risikoen for at selskapene vil oppleve at Etikkrådet og Norges Bank har ulike forventninger. Med to ulike mandater er det likevel ingen garanti for at kommunikasjonen til enhver tid oppleves som enhetlig.

Retningslinjene for observasjon og utelukkelse er fastsatt av Finansdepartementet og forankret i Stortinget. Forståelsen for kriteriene i retningslinjene er basert på omtale i stortingsmeldinger og utviklet gjennom tilrådingene og tilhørende beslutninger. Norges Bank peker på at det i den sammenheng tidvis kan være behov for å utdype bakgrunnen for kriteriene.

Norges Bank tar initiativ til dialog med Etikkrådet om aktuelle spørsmål knyttet til forståelse av kriteriene. Enkelte problemstillinger kan ifølge banken kreve utredning og skriftlig avklaring, og det kan også være aktuelt å be departementet utdype problemstillingene før hovedstyret konkluderer i en sak. Siden 2015 har banken tatt initiativ til mer omfattende utredninger eller avklaringer for to kriterier, henholdsvis for det produktbaserte våpenkriteriet og det atferdsbaserte klimakriteriet. Departementets vurderinger av klimakriteriet er omtalt i avsnitt 6.4.

Terskelen for utelukkelse av selskaper skal være høy. Norges Bank skal ifølge retningslinjene

vurdere om andre virkemidler, herunder eierskapsutøvelse, er bedre egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessig. Norges Bank skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte. En slik helhetlig vurdering kan ifølge Norges Bank i noen tilfeller innebære at banken beslutter å benytte et annet virkemiddel enn det som følger av Etikkrådets tilråding. I den forbindelse ba departementet Norges Bank vurdere hva som er en hensiktsmessig kommunikasjon i slike saker. Etikkrådet kan selv ikke tilrå eierskapsutøvelse.

Norges Banks utgangspunkt er at ekstern kommunikasjonen skal være tilstrekkelig til å forstå grunnlaget for hovedstyrets beslutning. Videre viser banken til at deres valg av virkemiddel skal håndtere den samme problemstillingen som Etikkrådet beskriver i sin tilråding. Tilrådingen vil derfor være det sentrale beslutningsgrunnlaget, selv om Norges Bank beslutter å benytte et annet virkemiddel. Det kan derimot ofte være hensiktsmessig å kommunisere om andre sider ved selskapsvurderingen. Observasjonen kan besluttes dersom det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, eller usikkerhet om utviklingen fremover. Dersom eierskapsutøvelse besluttes, er det mulighetene til å påvirke til endring som er avgjørende. Elementer i slike vurderinger er eksempelvis om banken har en etablert relasjon til selskapet og hvor stor eierandelen er. Norges Bank fremhever at beslutning om eierskapsutøvelse ikke er å anse som et mindre effektivt eller omfattende virkemiddel enn observasjon eller utelukkelse. Banken legger vekt på å kommunisere klart hvilke hensyn som er vektlagt.

Etikkrådet mener samspillet mellom Etikkrådet og Norges Bank er godt og at det har bedret seg over tid. Ytterligere bedring av samspillet kunne ha vært oppnådd dersom Norges Bank og Etikkrådet hadde en større grad av koordinering av planprosesser og -arbeid. Etikkrådet mener dessuten at det er mulig å nyttiggjøre seg den samlede informasjonen i de to institusjonene enda bedre. Etikkrådet påpeker for eksempel at Norges Bank kan oversende lister med selskaper til Etikkrådet der banken har avdekket risiko for normbrudd, uten at dette vil gå på bekostning av rådets uavhengighet. Rådet vil arbeide for at denne utviklingen skal fortsette.

Norges Bank skriver at organiseringen av arbeidet i all hovedsak er god og formålstjenlig. Banken viser samtidig til at enkelte sider ved retningslinjene kunne vært tydeligere. Etikkrådet

vurderer jevnlig om grunnlaget for observasjon eller utelukkelse fortsatt er til stede og sender årlig brev om dette til banken. Banken har samtidig selv ansvar for å vurdere det samme, men kan ikke treffe beslutning om opphevelse av observasjon og utelukkelse uten råd fra Etikkrådet. En modell med klarere ansvarsdeling kan ifølge Norges Bank være at banken ikke har en rolle i selve overvåkingen utenom utelukkelse under kullkriteriet. Banken vil fremdeles ha ansvar for at saken er tilstrekkelig opplyst før eventuell beslutning om oppheving av observasjon eller utelukkelse treffes. Banken bør videre på selvstendig grunnlag fortsatt kunne be Etikkrådet ta opp saker på nytt, eller videreformidle aktuell informasjon til rådet.

Norges Bank peker også på at det ikke alltid er helt klart hvor observasjon slutter og eierskapsutøvelse begynner. For eksempel vil det være naturlig for Etikkrådet jevnlig å kontakte et aktuelt selskap som er under observasjon om hvordan ulike tiltak blir fulgt opp. Selskapet er samtidig fremdeles i fondets portefølje og kan derfor være gjenstand for eierskapsutøvelse. Norges Bank stiller spørsmål ved om en slik selskapsoppfølging av to ulike parter er effektivt, både med hensyn til ressursbruk og selskapsrelasjon.

6.7.3 Departementets vurderinger

Departementet merker seg at både Etikkrådet og Norges Bank mener at den etablerte arbeidsdelingen fungerer godt, og at samarbeidet synes å fungere bedre etter hvert som institusjonene får mer erfaring med denne. De har ulike oppgaver, men det er samtidig klare ansvarslinjer. Departementet merker seg også at Norges Bank og Etikkrådet har fått på plass rutiner som bidrar til en enhetlig kommunikasjon med selskaper.

Tettere kontakt mellom Etikkrådet og Norges Bank legger grunnlag for at virkemidlene utelukkelse, observasjon og eierskapsutøvelse kan ses i sammenheng og brukes på en best mulig måte i hvert enkelt tilfelle. Det forutsetter gode rutiner for utveksling av informasjon mellom Etikkrådet og Norges Bank. Etikkrådet og Norges Bank har etablert slike rutiner.

I brevene fra Etikkrådet og Norges Bank kommer det etter departementets syn tydelig frem at endringen i arbeidsdelingen i 2015 har bidratt til at virkemidlene i større grad kan ses i sammenheng. Etikkrådet gir råd om utelukkelse eller observasjon til Norges Bank. Banken vurderer rådets anbefaling og velger deretter det virkemiddelet som anses mest hensiktsmessig i den

aktuelle saken. Norges Bank legger Etikkrådets beslutningsgrunnlag til grunn for sine vurderinger, og kommuniserer de avveieringer som er gjort i den endelige beslutningen.

Etter departementets syn er det etablert en god prosess for forståelsen av kriteriene. I tilfeller med ulike tolkninger, følges dette opp ved nærmere kontakt og eventuelt nye utredninger. Departementet mener dette er en god tilnærming. Klimakriteriet har vært særlig utfordrende i denne sammenheng, se nærmere omtale i avsnitt 6.4.

Departementet legger stor vekt på åpenhet i praktiseringen av retningslinjene. Etikkrådet og Norges Bank følger opp dette. Samtidig kan det som regel ikke opplyses om selskaper som er under vurdering før det er gitt en tilråding og beslutning er fattet. Alle beslutninger om utelukkelse av selskaper offentliggjøres etter at eventuelle nedslag er gjennomført. Etikkrådet offentliggjør sine råd samtidig med at Norges Bank offentliggjør sine beslutninger. Både Etikkrådet og Norges Bank omtaler råd og beslutninger i sine årsrapporter og på sine nettsider.

Departementet vil samtidig følge opp spørsmålet Norges Bank tar opp om behov for tydeliggjøring av ansvaret for å vurdere om grunnlaget for observasjon eller utelukkelse fortsatt er til stede.

6.8 Etikkrådsfunksjon for SPN

6.8.1 Innledning

I forbindelse med Stortingets behandling av fondsmeldingen våren 2018¹⁶, ble det vist til representantforslaget om å etablere et etikkråd for Statens pensjonsfond Norge (SPN) etter modell fra Statens pensjonsfond utland (SPU) og bedt om Regjeringens vurdering av dette forslaget.¹⁷

På denne bakgrunn ba departementet i brev 28. juni 2018 Folketrygdfondet vurdere om det er hensiktsmessig med en egen etikkrådsfunksjon for SPN, sett i lys av blant annet antall selskaper SPN er investert i og eierandelen i disse, fondets nærhet til markedene samt statens direkte eierskap i flere av selskapene SPN er investert i. Samtidig ba departementet Etikkrådet om en vurdering av hva som vil være en hensiktsmessig organisering av en eventuell etikkrådsfunksjon for

SPN. Etikkrådet ble også bedt om å vurdere hvilken betydning forskjellene mellom SPN og SPU vil ha for en slik funksjon.

6.8.2 Folketrygdfondets vurderinger

Folketrygdfondet har i brev 31. oktober 2018 konkludert med at en etikkrådsfunksjon ikke vil være hensiktsmessig for SPN. Det vises til at Folketrygdfondet allerede under den eksisterende ordningen ikke skal investere i selskaper som er utelukket i henhold til retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU.¹⁸ SPN og SPU har det samme investeringsuniverset i Sverige, Finland og Danmark, men porteføljen av nordiske selskaper i de to fondene avviker noe. Etikkrådet overvåker selskaper som SPU er investert i, uavhengig av investeringsuniverset. Det innebærer at kun et fåtall, mindre nordiske selskaper SPN er investert i ikke omfattes av den eksisterende etikkrådsfunksjonen, i tillegg til fondets portefølje av børsnoterte aksjer eller obligasjoner i Norge.

Folketrygdfondet er av den oppfatning at en etikkrådsfunksjon neppe vil kunne bidra i den ansvarlige forvaltningsvirksomheten ettersom de minimumsstandarder som en slik funksjon skal overvåke allerede er godt integrert i Folketrygdfondets eierskaps- og kreditorutøvelse. Folketrygdfondets forventninger til porteføljeselskapene går langt ut over disse minimumsstandardene.

Gjennom Folketrygdfondet er SPN aksjonær i 53 selskaper på Oslo Børs, og eier obligasjoner i 152 norske selskaper. Folketrygdfondet viser til at fondet ved utgangen av 2017 var blant de tre største eierne i til sammen 43 børsnoterte selskaper, og eide mer enn fem prosent av aksjekapitalen i ytterligere to selskaper. Folketrygdfondet har dermed i kraft av SPNs høye eierandel (inntil 15 prosent i Norge og 5 prosent i Norden) og et begrenset antall selskaper i porteføljen, mulighet til å følge opp samtlige selskaper tett og ha betydelig innflytelse.

Folketrygdfondet har også en nærhet til det norske markedet som forenkler informasjonstilgangen og den konkrete oppfølgingen. Folketrygdfondet trekker frem at mange investorer ofte har sammenfallende syn på hendelser som direkte berører temaene omtalt i de etiske retningslinjene, og at det er høy grad av eierstyring i selskaper notert på Oslo Børs. Dette ble også kommentert av finanskomiteen i Innst. 370 S

¹⁶ Meld. St. 13 (2017–2018) *Statens pensjonsfond 2018*.

¹⁷ Se Dokument 8:214 S (2017–2018) og Innst. 361 S (2017–2018). Finanskomiteens merknader fremgår av Innst. 370 S (2017–2018).

¹⁸ Kun ett nordisk selskap er utelukket fra SPU og SPNs investeringsunivers, i dette tilfellet grunnet produksjon av tobakk.

(2017–2018). Folketrygdfondet fremhever samtidig at ansvarlig forvaltningsvirksomhet i SPN, herunder Folketrygdfondets forventningsdokumenter og tette selskapsdialog, ivaretar formålet i de etiske retningslinjene for SPU og går også mye lenger enn de minimumsstandardene disse representerer. Dersom Folketrygdfondet ikke skulle nå frem gjennom selskapsdialog, kan det selge seg ut av selskapet.

Folketrygdfondet påpeker også at en egen etikkrådsfunksjon for SPN vil innebære en risiko for forskjellige tolkninger av de etiske retningslinjene.

6.8.3 Etikkrådets vurderinger

Etikkrådet har i brev 13. november 2018 uttalt at det av flere grunner ikke er hensiktsmessig å opprette et uavhengig etikkråd også for SPN. Etikkrådet er et rådgivende organ, mens Norges Bank tar beslutningene om observasjon og utelukkelse fra SPU. Det er dermed ikke gitt at Norges Bank og Folketrygdfondet ville fattet den samme beslutningen basert på likelydende råd fra Etikkrådet.

Håndteringen av statens direkte eierskap i enkeltelskaper må også vurderes dersom en skal opprette et Etikkråd for SPN. Etikkrådet påpeker at det virker lite konsistent om SPN skulle selge seg ut av et selskap etter råd fra et etikkråd, mens staten samtidig sitter med direkte eierposter. I tillegg er SPNs portefølje liten og oversiktlig sammenlignet med porteføljen til SPU. Etikkrådet uttaler at det er rimelig å legge til grunn at Folketrygdfondet generelt vil ha større påvirkningsmuligheter gjennom sin eierskapsutøvelse. Det er også sannsynlig at de fleste selskaper som Etikkrådet vil vurdere fanges opp av Folketrygdfondets eierskapsdialog. Etikkrådet skriver at det dermed er lite trolig at arbeidet til et uavhengig etikkråd ville gi særlig resultater når Folketrygdfondet må antas å ha stor innflytelse over selskaper, og når det også har kapasitet til å håndtere de fleste selskapene gjennom eierskapsutøvelsen.

Det pekes videre på at Etikkrådet av kapasitetsgrunner ikke undersøker alle selskaper der det kommer påstander om etiske normbrudd. Innenfor den ansvarlige forvaltningen av SPU er utelukkelse plassert sist i en sammenhengende kjede av virkemidler. Rådet gjør derfor en risikovurdering og prioriterer saker som virker særlig alvorlige og bransjer og land der risikoen synes særlig høy. I lys av den høye terskelen for utelukkelse og kapasitetsbegrensninger som allerede eksisterer, påpeker Etikkrådet at det virker

lite hensiktsmessig å sette inn ressursene på å analysere norske selskaper. Etikkrådet har også vanskelig for å se for seg hvilken rolle et Etikkråd for SPN skal spille som ikke allerede ivaretas av SPN som aktiv eier eller gjennom norske myndigheters håndhevelse av lover og forskrifter.

6.8.4 Departementets vurderinger

Departementet vil peke på at det er betydelige forskjeller mellom SPU og SPN i omfanget av selskaper som fondene er investert i og størrelsen på eierandelene i selskapene. SPU er investert globalt i over 9 000 selskaper i over 70 land, og med relativt små eierandeler. En ikke ubetydelig andel av investeringene er i fremvoksende markeder. SPN er kun investert i Norge og Norden, i et fåtall selskaper og har relativt høye eierandeler (særlig i Norge). I tillegg er markedene og statene SPN investeres i relativt små og i stor grad åpne og velregulerte. Folketrygdfondet sitter tett på selskapene og markedene, og har en aktiv eierskapsdialog med en stor andel av selskapene i porteføljen. Dette gjør at Folketrygdfondet er i en velegnet posisjon til å drive aktivt og ansvarlig eierskapsarbeid. Folketrygdfondet har stor påvirkningsmulighet gjennom å formidle sine forventninger til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring. For SPN er det dermed sannsynlig at de fleste selskaper som et Etikkråd eventuelt ville vurdere, allerede fanges opp av Folketrygdfondets eierskapsarbeid. Behovet for en egen etikkrådsfunksjon synes dermed lite. I tillegg fremgår det av mandatet for SPN at nordiske selskaper som utelukkes fra SPU også utelukkes fra SPNs nordiske portefølje.

Terskelen for utelukkelse skal være høy og arbeidet med observasjon og utelukkelse er basert på klare risikovurderinger og prioriteringer. Det synes lite hensiktsmessig å etablere omfattende mekanismer og bruke ressurser på å analysere norske selskaper, som har hovedkontor i et åpent og velregulert marked som er underlagt streng lovgiving. Sannsynligheten for at selskapene skulle falle inn under kriteriene for utelukkelse er liten. Selskapene følges dessuten opp av Folketrygdfondet gjennom en aktiv eierskapsutøvelse. Vurderingen gjelder også en etikkrådsfunksjon der rådet gjør vurderinger på anmodning fra Folketrygdfondet. Dette understrekes videre av at både Etikkrådet og Folketrygdfondet i sine brev vurderer en etikkrådsfunksjon for SPN som lite hensiktsmessig.

Departementet mener på denne bakgrunn at det ikke er grunnlag for å gå videre med forslaget om å opprette en egen etikkrådsfunksjon for SPN.

6.9 Etikkrådets behandling av personopplysninger

For å sikre at Etikkrådet utfører sitt oppdrag i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland (SPU), fastslår retningslinjene § 5 tredje ledd at «Etikkrådet innhenter nødvendig informasjon på fritt grunnlag og sørger for at saken er godt opplyst (...)». Når Etikkrådet utreder en sak om et selskap i henhold til retningslinjene, innhentes det informasjon fra offentlig tilgjengelige kilder som aviser og rettsavgjørelser, konsulenter engasjert av Etikkrådet samt direkte fra det berørte selskapet. Dersom det er nødvendig for å opplyse saken, innhenter og behandler Etikkrådet også opplysninger om personer som i større eller mindre grad har tilknytning til selskapet som utredes. Dette kan være aktuelt i saker om brudd på kriterier knyttet til menneskerettigheter, miljø og korrupsjon. Opplysningene behandles og lagres av Etikkrådet i forbindelse med rådets arbeid.

Denne type opplysninger vil kunne utgjøre personopplysninger etter personopplysningsloven (lov 15. juni 2018 nr. 38 om behandling av personopplysninger). Loven, som trådte i kraft 20. juli 2018, gjennomfører EUs personvernforordning i Norge og gjør personvernforordningen til norsk lov.

Som omtalt i fondsmeldingen våren 2018 har Etikkrådet på denne bakgrunn bedt om enkelte endringer i retningslinjene for å kunne utføre sitt samfunnsansvar i tråd med ny lov.¹⁹ I tillegg bør det tilrettelegges for at Norges Bank har tilstrekkelig behandlingsgrunnlag i den grad banken

behandler personopplysninger i sitt arbeid under retningslinjene.

Den nye personopplysningsloven innebærer enkelte innstramminger sammenlignet med tidligere personopplysningslov og nødvendiggjør et særskilt rettsgrunnlag for at Etikkrådet og Norges Bank skal kunne videreføre gjeldende praksis knyttet til behandling av personopplysninger. Dette gjelder spesielt kravet om supplerende rettsgrunnlag i nasjonal rett for å kunne behandle personopplysninger og særlige kategorier av personopplysninger, samt behovet for enkelte unntak fra informasjonsrettighetene såfremt disse er nødvendige og proporsjonale.

Bestemmelsene som foreslås vil berøre rettighetene til en ubestemt krets av personer, og dermed ha forskrifts innhold.²⁰ Departementet har i dag ikke hjemmel til å fastsette denne type bestemmelser. Departementet vil derfor i forbindelse med lovproposisjonen om ny sentralbanklov fremme et forslag om at departementet i lov om Statens pensjonsfond gis myndighet til å fastsette forskrifter om Etikkrådets og Norges Banks behandling av personopplysninger. Det vil også gis en nærmere omtale av hva forskriftsbestemmelsene vil gå ut på.

Finansdepartementet

t i l r å r :

Tilråding fra Finansdepartementet 5. april 2019 om Statens pensjonsfond 2019 blir sendt Stortinget.

²⁰ Forskrift er et vedtak som gjelder rettigheter eller plikter til et ubestemt antall eller en ubestemt krets av personer, jf. forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav c. En forskrift er en rettslig bindende regulering som må ha hjemmel i lov.

¹⁹ Meld. St. 13 (2017–2018) *Statens pensjonsfond 2018*.

Vedlegg 1

Ord og uttrykk

Aktivaallokering

Med aktivaallokering menes fordelingen av kapital under forvaltning på ulike aktivaklasser. En skiller mellom strategisk og taktisk aktivaallokering. Kapitaleier bestemmer den strategiske aktivaallokeringen, og gir på denne måten uttrykk for sin grunnleggende risikotoleranse og forventninger om avkastning. I Statens pensjonsfond kommer dette til uttrykk gjennom sammensetningen av referanseindeksene. Forvalter kan i den grad et investeringsmandat åpner for det, drive taktisk aktivaallokering. Dette innebærer at forvalter velger å avvike fra den strategiske aktivaallokeringen ut fra vurderinger av hvorvidt en aktivaklasse er over- eller underpriset i forhold til en annen. Se *aktivaklasser*.

Aktivaklasser

Aktivaklasser er ulike typer eller klasser av finansielle eiendeler med ulike avkastnings- og risikoegenskaper. I referanseindeksene for SPU og SPN inngår to aktivaklasser: aksjer og obligasjoner. Se *obligasjon*.

Aktiv forvaltning

Aktiv forvaltning betyr at forvalter ut fra analyser og vurderinger setter sammen en portefølje som avviker fra referanseindeksen fastsatt av kapital-eier. I en slik portefølje vil noen verdipapirer være overvektet og andre undervektet sammenliknet med referanseindeksen. Målet med slike avvik er å oppnå en meravkastning eller et bedre forhold mellom avkastning og risiko enn referanseindeksen. I SPN og SPU er avviket fra referanseindeksen først og fremst regulert gjennom en ramme for forventet relativ volatilitet. Se *faktisk referanseindeks, indeksforvaltning, meravkastning, relativ volatilitet og strategisk referanseindeks*

Alfa

For å forklare historiske resultater i forvaltning brukes ofte modeller som skiller mellom avkast-

ning forvalter oppnår gjennom å ta systematisk risiko, for eksempel markedsrisiko, og avkastning som skyldes andre avvik. Sistnevnte omtales gjerne som risikojustert meravkastning, såkalt alfa. Se *Meravkastning*.

Aritmetisk avkastning

Aritmetisk avkastning er et mål for gjennomsnittlig avkastning over flere tidsperioder. Den beregnes ved å summere avkastningen i de ulike tidsperiodene og dele på antall tidsperioder. Se *avkastning og geometrisk avkastning*.

Avkastning

Historisk avkastning beregnes som endring i total markedsverdi fra et gitt tidspunkt til et annet. Kontantstrømmer utbetalt i perioden, som aksjeutbytte og kuponger, inngår ved beregning av avkastningen. Se *aritmetisk, forventet og geometrisk avkastning og meravkastning*.

Beta

Se *systematisk risiko*.

Differanseavkastning

Se *meravkastning*.

Diversifisering

Risikoen i en portefølje kan normalt reduseres ved å inkludere flere aktiva i porteføljen. Da påvirkes verdien av porteføljen mindre av svingningene i for eksempel en enkelt aksje, bransje eller marked. Dette kalles risikospredning eller diversifisering. Virkningen av diversifisering er bakgrunnen for at fondets referanseindeks er spredt på flere aktivaklasser og et bredt utvalg av land, sektorer og selskaper. Diversifisering kan bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Se *aktivaklasser*.

Durasjon

Durasjon er et mål på hvor lang tid det er, i gjennomsnitt, til kontantstrømmen fra en obligasjon kommer til utbetaling. Med kontantstrøm menes både kuponger og hovedstol. Verdien av en obligasjon er følsom for renteendringer, og denne følsomheten øker med durasjonen. Se *kupong* og *obligasjon*.

Eksternalitet

Eksternaliteter (eller eksterne virkninger) er kostnader eller gevinster ved produksjon eller konsum som ikke belastes beslutningstakeren. Et eksempel på en negativ eksternalitet er miljøkostnader som påføres samfunnet, men ikke bedriften som står for skaden. Uten myndighetsregulering vil ikke lønnsomheten i et selskap reflektere eventuelle negative eksternaliteter i produksjonen. Ved en negativ eksternalitet er den samfunnsøkonomiske kostnaden høyere enn de bedriftsøkonomiske kostnadene. Det motsatte er tilfellet ved en positiv eksternalitet. Slik markedssvikt leder til ineffektiv bruk av ressurser sammenliknet med tilfeller der den fulle samfunnsøkonomiske kostnaden er priset. Myndighetsregulering kan bidra til å prise eksternaliteten slik at ressursene kan brukes effektivt for samfunnet. Et eksempel kan være en skatt på miljøskade.

Faktisk portefølje

Faktisk portefølje betegner de samlede investeringene som fondet består av. Faktisk portefølje vil normalt avvike fra referanseindeksen (aktiv forvaltning). Se *aktiv forvaltning*, *faktisk referanseindeks* og *strategisk referanseindeks*.

Faktisk referanseindeks

Den faktiske referanseindeksen for SPU og SPN tar utgangspunkt i den strategiske referanseindeksen. Den strategiske referanseindeksen angir fordelingen på aktivaklasser og inneholder et gitt antall verdipapirer som er bestemt av de kriterier indeksleverandøren legger til grunn for inkludering i indeksen. Aktivaklassene vil imidlertid ha ulik verdiutvikling over tid, noe som medfører at den faktiske referanseindeksens fordeling på aktivaklasser beveger seg bort fra de strategiske vektene. For å unngå at avviket fra de strategiske vektene over tid blir for stort, har Finansdepartementet fastsatt regler for tilbakevektning av andelen aksjer i den faktiske referanseindeksen. Se *strategisk referanseindeks* og *tilbakevektning*.

Innenfor fastsatte rammer for forvaltningen kan sammensetningen av faktisk portefølje avvike fra det som følger av den faktiske referanseindeksen. Ettersom rammen for avvik er begrenset, vil fondets avkastning og risiko i stor grad være bestemt av den faktiske referanseindeksen. Den faktiske referanseindeksen er utgangspunktet for måling av meravkastning og risiko i forvaltningen. Se *aktiv forvaltning*, *faktisk portefølje* og *meravkastning*.

Faktorer

Faktorer påvirker avkastningen i et bredt sett av investeringer. Investorer vil kunne kreve en forventet avkastning ut over risikofri rente for å være eksponert mot faktorer som er systematiske, slik at risikoen ved faktorene ikke kan reduseres gjennom diversifisering. Dette kalles faktorpremier. Eksponering mot en eller flere faktorer kalles faktorrisiko. Noen kjente systematiske faktorer i aksjemarkedet er markedsrisiko, størrelse, verdi, momentum og volatilitet. Viktige systematiske faktorer i obligasjonsmarkedet er løpetid og kreditt, med tilhørende faktorpremier. Se *diversifisering* og *systematisk risiko*.

Finansiell eier

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

Forventet avkastning

Forventet avkastning er et statistisk mål på middelverdien i fordelingen over alle mulige avkastningsutfall, og er lik gjennomsnittlig avkastning av en investering hvis denne ble gjentatt mange ganger. Hvis det ved en investering er 50 pst. sannsynlighet for 20 pst. verdistigning, 25 pst. sannsynlighet for 10 pst. verdistigning, og 25 pst. sannsynlighet for 10 pst. verdireduksjon, er den forventede avkastningen $(0,2 \times 0,5) + (0,1 \times 0,25) + (-0,1 \times 0,25) = 0,1 = 10$ pst. Forventet avkastning kan anslås ved hjelp av historiske avkastningsserier, eller basert på fremoverskuende modell-simuleringer. Se *avkastning*.

Forventet relativ volatilitet

En kapitaleier vil normalt sette rammer for hvor stor risiko forvalter kan ta. Én fremgangsmåte er

å fastsette en referanseindeks sammen med rammer for hvor mye avkastningen av den faktiske porteføljen kan avvike fra avkastningen av referanseindeksen. Finansdepartementet har i mandatene til Norges Bank og Folketrygdfondet blant annet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet, som er det forventede standardavviket til forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen. Over tid, og under gitte forutsetninger, innebærer dette at om hele rammen utnyttes, vil faktisk avkastning i to av tre år avvike fra avkastningen av faktisk referanseindeks med mindre enn den fastsatte rammen, uttrykt i prosentenheter. Se *aktiv forvaltning, faktisk portefølje, faktisk referanseindeks, meravkastning, realisert relativ volatilitet og standardavvik*.

Fremvoksende markeder

Fremvoksende markeder er en betegnelse på land der økonomien er mindre utviklet enn i de tradisjonelle industrilandene. Det er ingen entydige kriterier som definerer om et marked er fremvoksende, og det finnes ulik praksis for slik klassifisering. Ved investeringer i noterte aksjemarkeder er det vanlig å benytte klassifiseringene til indeksleverandører som FTSE. FTSE klassifiserer fremvoksende markeder blant annet basert på bruttonasjonalinntekt per innbygger. Siden indekser er utgangspunkt for finansielle investeringer tas det også hensyn til egenskaper ved finansmarkedet, som størrelse, omsettelighet og regulering.

Fundamental analyse

Fundamental analyse har primært som formål å kartlegge faktorene som påvirker en investerings fremtidige (forventede) kontantstrøm. I en fundamental analyse av et aksjeselskap vil vurderinger av selskapets inntekter, kostnader og investeringer stå sentralt. Fundamental analyse brukes blant annet til verdsettelse av selskaper. En strategi for en aktiv forvalter kan være å kjøpe aksjer som vurderes som lavt verdsatt i aksjemarkedet i forhold til selskapets anslåtte fundamentale verdi. Investor forventer da at selskapets fundamentale verdi over tid vil bli gjenspeilet i aksjekursen. Se *aktiv forvaltning*.

Geometrisk avkastning

Geometrisk avkastning (eller tidsvektet avkastning) er et mål for gjennomsnittlig avkastning over flere tidsperioder. Målet angir den gjennom-

snittlige vekstraten til en investering i hver periode. Jo større variasjon det er i avkastningen, jo større blir forskjellen mellom geometrisk og aritmetisk beregnet avkastning. I kvartals- og årsrapporter er det mest vanlig å rapportere avkastning over tid som et geometrisk gjennomsnitt. Se *aritmetisk avkastning*.

Indeks

En indeks inneholder et sett med verdipapirer som er valgt ut på bakgrunn av kriterier som indeksleverandøren har lagt til grunn. Indeksavkastningen er den gjennomsnittlige avkastningen for de verdipapirene som inngår i indeksen. Verdipapirindekser utarbeides av børser, konsultantselskaper, aviser og investeringsbanker. De kan for eksempel være basert på land, regioner, markeder eller sektorer. Hvis det er mulig å investere en portefølje i tråd med sammensetningen av indeksen, kalles indeksen investerbar. Dette vil typisk være tilfellet for indekser satt sammen av svært likvide verdipapirer som børsnoterte aksjer eller obligasjoner. Derimot vil en indeks over utviklingen i unotert eiendom ikke være investerbar. Når en indeks brukes som avkastningsmål for en bestemt portefølje med verdipapirer, kalles den en referanseindeks. Se *faktisk referanseindeks, indeksforvaltning og strategisk referanseindeks*.

Indeksforvaltning

Med indeksforvaltning (eller passiv forvaltning) menes at forvaltningen er innrettet mot at den faktiske porteføljen skal gjenspeile sammensetningen av referanseindeksen. Dersom sammensetningen av den faktiske porteføljen er eksakt lik sammensetningen av referanseindeksen, vil avkastningen av faktisk portefølje og referanseindeksen være lik, hvis vi ser bort fra transaksjonskostnader, skatt og forvaltningskostnader. Dersom referanseindeksen omfatter mesteparten av de omsatte verdipapirene i markedet, vil man ved indeksforvaltning oppnå en avkastning som gjenspeiler avkastningen i markedet samlet. Avkastningen som følger av en bred markedseksponering kalles ofte markedsavkastning eller betaavkastning. Kostnadene ved indeksforvaltning er normalt lave. Se *indeks, faktisk og strategisk referanseindeks*.

Inflasjon

Inflasjon er en økning i det generelle prisnivået.

Inflasjonsrisiko

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

Informasjonsrate

Informasjonsraten måler den oppnådde meravkastningen i forhold til den relative risikoen, dvs. meravkastning relativt til realisert relativ volatilitet. Se *meravkastning* og *realisert relativ volatilitet*.

Institusjonell investor

Institusjonelle investorer er organisasjoner som har som formål å drive investeringsvirksomhet, gjerne på vegne av klienter. Institusjonelle investorer vil typisk forvalte store porteføljer fordelt på flere aktivaklasser og geografiske markeder. Eksempler på institusjonelle investorer er pensjonsfond, forsikringsselskaper, verdipapirfond og statlige investeringsfond. Banker og hedgefond kan også regnes som institusjonelle investorer.

Internasjonal kjøpekraftsparitet

En teori som tilsier at valutakurser over tid bestemmes av mengden varer og tjenester som kan kjøpes for den enkelte valuta. Valutakursene vil trekkes mot et nivå som gjør at prisene på varer og tjenester konvergerer for ulike land når de måles i felles valuta. En ser her bort fra transportkostnader, handelshindringer og at ikke alle varer kan handles internasjonalt. Det er bred enighet blant forskere om at internasjonal kjøpekraftsparitet er gyldig på lang sikt. Kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle ved vurdering av valutarisiko. Se *valutarisiko*.

Investerbarhet

Med investerbarhet menes i hvilken grad en investeringsregel eller -idé kan gjennomføres i praktisk kapitalforvaltning. Kan være forskjellig for små og store fond.

Investeringsunivers

De eiendeler, sektorer og land som forvalterne av Statens pensjonsfond har anledning til å investere i. Investeringsuniverset omfatter flere verdipapirer enn referanseindeksene.

Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en likevektsmodell for prising av verdipapirer (eller en portefølje av verdipapirer) med usikker fremtidig avkastning. I modellen er det en lineær sammenheng mellom verdipapirets (ellers porteføljens) markedsrisiko og forventet avkastning ut over risikofri rente (risikopremien). Se *risikopremie*.

Konsentrasjonsrisiko

Dersom investeringer eller utlån blir konsentrert om et lite antall selskaper, bransjer eller markeder vil porteføljen bli sårbar for hendelser som særlig rammer disse plasseringene. Konsentrasjonsrisikoen kan reduseres ved bred spredning av investeringer eller utlån. Se *diversifisering*.

Korrelasjon

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

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for tap som følge av at en utsteder av et verdipapir eller en motpart i en verdipapirhandel ikke oppfyller sine forpliktelser, for eksempel som følge av konkurs. Se *motpartsrisiko*.

Kredittvurdering

En prosess for å bedømme sannsynligheten for at en låntager ikke betaler renter og avdrag ved forfall. Det finnes en rekke kredittvurderingsinstitutter, bl.a. Moody's og Standard & Poor's. Obligasjoner med kredittvurderinger fra AAA til BBB- anses å være sikre investeringer («investment grade»). En kredittvurdering kalles ofte «rating».

Kupong

Renten som betales til obligasjonseierne i perioden fra utstedelse til forfall. Obligasjoner kan utstedes med og uten kupong.

Likviditetspremie

Et likvid verdipapir kan omsettes relativt raskt og til en relativt forutsigbar pris. Likviditetspremien er en forventet kompensasjon for å investere i verdipapirer som ikke er likvide. I praksis er likviditetspremier vanskelige å definere og måle. Se *risikopremie*.

Markedseffisiens

Markedseffisiens innebærer at prisen på en finansiell eiendel, slik som en aksje eller obligasjon, til enhver tid gjenspeiler all tilgjengelig og relevant informasjon om eiendelens fundamentale verdi. Dersom denne hypotesen er korrekt, vil det være umulig for en forvalter å oppnå meravkastning over tid ved fundamental analyse. Se *aktiv forvaltning* og *fundamental analyse*.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risikoen for at verdien på et verdipapir eller en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av brede bevegelser i markedsprisene på aksjer, valutaer, råvarer og renter. Det er vanlig å legge til grunn at høyere markedsrisiko gir høyere forventet avkastning. Se *forventet avkastning* og *risikopremie*.

Markedsverdivekter

En portefølje eller indeks er markedsverdivektet når investeringene i hvert enkelt verdipapir eller eiendel inngår med en vekt lik verdipapirets andel av samlet markedsverdi. Se *indeks*.

Meravkastning

Bidraget fra den aktive forvaltningen til avkastningen på de investerte midlene kalles meravkastning, og måles som forskjellen mellom avkastningen i faktisk portefølje og i referanseindeksen. Dette kalles også differanseavkastning, eller mindreavkastning når den faktiske porteføljen har lavere avkastning enn referanseindeksen. For å vurdere resultatene av aktiv forvaltning må en også ta hensyn til risiko og forvaltningskostnader. Se *risikojustert avkastning*.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risikoen for tap som følge av at en kontraktsmotpart ikke oppfyller sine juridiske forpliktelser. Se *kredittrisiko*.

Nominell avkastning

Oppnådd avkastning målt i løpende priser, dvs. uten justering for prisstigning (inflasjon). Se *avkastning*, *inflasjon* og *realavkastning*.

Obligasjon

En obligasjon er et omsettelig lån med løpetid på mer enn ett år. Obligasjoner innfris av utsteder (låntaker) ved forfall, og i perioden fra utstedelse til forfall betaler utsteder normalt en periodisk rente til eierne av obligasjonene (såkalt kupong). De fleste obligasjoner er basert på en fast nominell rente, dvs. at kupongen er et beløp som er bestemt på forhånd. Ved en reduksjon i det generelle rentenivået vil prisen på en obligasjon med fast rente stige, og den vil synke ved en økning i det generelle rentenivået. Obligasjoner finnes i flere varianter, bl.a. med flytende rente, uten kupong eller med løpende nedbetaling. Se *kupong*.

Obligasjoner med fortrinnsrett

Obligasjoner hvor obligasjonseierne har tilleggsikkerhet i en spesifikk portefølje av eiendeler, ofte boliglån.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil, eller eksterne hendelser. Operasjonell risiko gir ingen risikopremie. I styringen av operasjonell risiko må en vurdere gevinsten ved tiltak som reduserer sannsynligheten for slike feil opp mot kostnadene som påløper som følge av økt kontroll, overvåking mv.

Passiv forvaltning

Se *indeksforvaltning*.

Portefølje

En sammensetning av ulike verdipapirer som holdes av samme investor. Se *diversifisering*.

Prinsipal-agent-problem

Prinsipal-agent-problemer beskriver situasjoner der det ikke er fullt interessesammenfall mellom en oppdragsgiver (prinsipalen) og den som utfører oppdraget (agenten). Hvis prinsipalen og agenten har ulik informasjon, kan agenten foreta valg som ikke nødvendigvis er i prinsipalens interesse. I kapitalmarkedene vil slike situasjoner generelt kunne oppstå både mellom en eier og en forvalter av kapital, og mellom kapitalforvalter og ledelsen i de selskapene der forvalter har investert.

Realavkastning

Realavkastning er oppnådd nominell avkastning justert for prisstigning (inflasjon). Dette kan også betegnes som avkastning målt i faste priser eller i kjøpekraft. Se *inflasjon* og *nominell avkastning*.

Realisert relativ volatilitet

Avviket mellom en investeringsportefølje og dens referanseindeks kalles differanseavkastning. Standardavviket til differanseavkastningen omtales som realisert relativ volatilitet. Se *forventet relativ volatilitet* og *meravkastning*.

Rebalansering

Se *tilbakevektning*.

Referanseindeks

Se *indeks*.

Relativ avkastning

Se *meravkastning*.

Risiko

Risiko er et mål som sier noe om sannsynligheten for at en hendelse skal inntreffe og konsekvensen av hendelsen, for eksempel i form av tap eller gevinst. Risiko har ulike dimensjoner. En viktig dimensjon er skillet mellom risiko som kan tallfestes og risiko som vanskelig lar seg tallfeste. Et eksempel på det første er markedsrisikoen ved investeringer i verdipapirmarkedet. Et eksempel på det andre er den operasjonelle risikoen i en portefølje. Standardavvik er en vanlig måte å tallfeste risiko på. Se *kredittrisiko*, *markedsrisiko*, *operasjonell risiko*, *standardavvik* og *systematisk risiko*.

Risikopremie

Investorer vil normalt kreve en forventet avkastning ut over risikofri rente for å bære risiko som ikke kan fjernes ved diversifisering, dvs. for eksponering mot systematiske risikofaktorer. Denne meravkastningen kalles risikopremie. Se *diversifisering*, *faktorer* og *systematisk risiko*.

Risikojustert avkastning

Avvik fra referanseindeksen kan føre til at svingningene i en portefølje blir høyere eller lavere enn i referanseindeksen. I finanslitteraturen benyttes modeller og måltall for å vurdere om en investor er blitt kompensert for risikoen som er tatt i forvaltningen. Sharpe-raten og informasjonsraten er to ofte brukte mål på risikojustert avkastning. Se *informasjonsrate* og *Sharpe-rate*.

Samvariasjon

Se *korrelasjon*.

Sannsynlighetsfordeling

En sannsynlighetsfordeling beskriver mulige verdier som en usikker (stokastisk) variabel kan ta og hvor relativt hyppig hver av verdiene inntreffer. Den mest kjente sannsynlighetsfordelingen er normalfordelingen, som er symmetrisk om middelverdien (forventningsverdien). Fordelinger som ikke er symmetriske kalles gjerne skjevfordelte. Fordelinger der ekstremutfall (store eller små) er mer sannsynlige enn i normalfordelingen kalles fordelinger med «fete» eller «tunge» haler.

Sharpe-rate

Sharpe-raten er et mål på hvor høy avkastning som er oppnådd per risikoenhet (standardavvik), ut over et risikofritt alternativ.

Standardavvik

Standardavvik er et mål på risikoen i en portefølje. Det viser hvor mye verdien av en variabel (her porteføljens avkastning) ventes å svinge rundt sin gjennomsnittsverdi. Dersom det ikke er noen variasjon er standardavviket lik 0. Jo høyere standardavvik, desto større er forventede svingninger (volatilitet) eller risiko i forhold til gjennomsnittsavkastningen. Ved å koble standardavviket til en sannsynlighetsfordeling, kan en si noe om hvor

sannsynlig det er at porteføljen vil falle i verdi med mer enn x prosent eller stige i verdi med mer enn y prosent i løpet av en gitt periode.

Dersom avkastningen er normalfordelt vil den i om lag to av tre tilfeller avvike fra gjennomsnittlig avkastning med mindre enn ett standardavvik. I 95 pst. av tilfellene vil avkastningen ligge innenfor to standardavvik. Empiriske undersøkelser av avkastningen i verdipapirmarkedene indikerer at svært lav og svært høy avkastning forekommer oftere enn normalfordelingen skulle tilsi. Dette omtales som «fete haler» eller «halerisiko». Se *risiko og sannsynlighetsfordeling*.

Strategisk eier

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

Strategisk referanseindeks

Den overordnede investeringsstrategien for Statens pensjonsfond uttrykkes gjennom strategiske referanseindekser for SPN og SPU. De strategiske referanseindeksene angir en fast fordeling av kapitalen på ulike aktivaklasser, og for SPN også en fast fordeling på regioner. De strategiske referanseindeksene er en detaljert beskrivelse av aktivaallokeringen og fastsettes av Finansdepartementet i mandatene for SPN og SPU. Se *aktivaallokering, aktivaklasser og faktisk referanseindeks*.

Systematisk risiko

Systematisk risiko er den delen av risikoen til et verdipapir eller portefølje som ikke kan diversifiseres bort ved å eie flere verdipapirer. Investorer kan for eksempel ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, manglende tilgang på kreditt og likviditet eller markedskollaps. Den systematiske risikoen reflekterer således økonomiens iboende usikkerhet. Ifølge finansteori vil høyere systematisk risiko gi en kompensasjon i form av høyere forventet avkastning. Eksponering mot systematisk risiko kalles gjerne beta. Se *diversifisering og faktorer*.

Tilbakevektning

Departementet har fastsatt strategiske referanseindekser for SPU og SPN med en fast aksjeandel, og for SPN også en fast fordeling på regioner. Når avkastningen utvikler seg forskjellig i hver aktivaklasse og region, vil aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen over tid bevege seg bort fra den strategiske andelen. Fondets faktiske referanseindeks tillates derfor å avvike noe fra den strategiske sammensetningen, og det er gitt regler for tilbakevektning av denne indeksen. Når avvikene blir tilstrekkelig store, kjøpes og selges de nødvendige aktiva for å bringe faktisk referanseindeks i overensstemmelse med strategisk referanseindeks. Tilbakevektning trekker risikoen i fondet tilbake til nivået som følger av den strategiske referanseindeksen. Det gir også investeringsstrategien et visst motsyklisk trekk, ved at en over tid kjøper den aktivaklassen som har falt mye i relativ verdi og selger aktivaklassen som har steget relativt mye. Se *faktisk og strategisk referanseindeks*.

Universell eier

En universell eier er definert som en eier med investeringer spredt på et stort antall selskaper i mange bransjer og land, og som dermed indirekte eier en andel av verdens produksjonskapasitet.

Unoterte investeringer

Unoterte investeringer er investeringer i aktiva som ikke handles på åpne og regulerte markedsplasser.

Valutakurv

SPU plasseres utelukkende i utenlandske verdipapirer, og dermed kun i papirer som omsettes i andre valutaer enn norske kroner. Avkastningen av SPU i norske kroner vil dermed variere med valutaendringer mellom norske kroner og de valutaer fondet er investert i. For fondets internasjonale kjøpekraft er imidlertid kronekursen ikke relevant. Avkastningen i fondet måles derfor i internasjonal valuta. Dette gjøres med utgangspunkt i fondets valutakurv, som er en sammenvektning av de valutaer som inngår i referanseporteføljen.

Valutarisiko

Investeringene vil kunne ha en annen fordeling på land og valutaer enn de varene og tjenestene de skal finansiere. Endringer i internasjonale valutakurser vil derfor påvirke hvor mange varer og tjenester som kan kjøpes. Dette kalles (real-)valutarisiko. Internasjonal kjøpekraftsparitet spiller en

sentral rolle når det gjelder å måle slik valutarisiko. Se *internasjonal kjøpekraftsparitet*.

Volatilitet

Variasjon i avkastning. Måles i standardavvik. Se *standardavvik*.

Vedlegg 2**Historiske tabeller**Tabell 2.1 Nominell avkastning av SPU og inflasjon¹ i utvalgte valutaer og målt i fondets valutakurv.
Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

År	Fondets valutakurv		NOK		USD		EUR		GBP	
	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon
1997	9,07	1,75	10,83	2,49	-4,01	2,29	11,87	1,53	-0,16	1,89
1998	9,26	0,92	19,75	2,29	15,87	1,56	7,63	1,10	14,59	1,57
1999	12,44	1,28	13,84	2,38	7,92	2,21	26,43	1,08	11,40	1,26
2000	2,49	2,02	6,53	3,14	-2,91	3,36	3,66	2,14	4,75	0,83
2001	-2,47	1,17	-5,34	2,91	-6,93	2,85	-1,87	2,36	-4,48	1,24
2002	-4,74	1,91	-19,09	1,29	4,76	1,58	-11,12	2,18	-5,30	1,22
2003	12,59	1,57	19,96	2,54	24,91	2,28	3,92	2,13	12,34	1,34
2004	8,94	2,37	3,93	0,37	14,16	2,66	5,94	2,09	6,45	1,32
2005	11,09	2,33	14,28	1,60	2,22	3,39	17,80	2,17	14,32	2,09
2006	7,92	2,13	5,89	2,31	15,16	3,23	3,01	2,24	1,01	2,30
2007	4,26	3,12	-3,90	0,71	10,20	2,83	-0,61	2,07	8,35	2,38
2008	-23,31	1,42	-6,66	3,77	-27,62	3,86	-23,87	3,27	0,21	3,55
2009	25,62	1,82	7,88	2,16	30,77	-0,37	26,69	0,33	16,42	2,24
2010	9,62	1,98	9,49	2,45	8,82	1,68	16,38	1,63	12,23	3,23
2011	-2,54	2,84	-1,39	1,30	-3,96	3,12	-0,75	2,68	-3,25	4,47
2012	13,42	1,98	6,70	0,64	14,42	2,09	12,66	2,51	9,39	2,78
2013	15,95	1,41	25,11	2,13	14,77	1,48	9,81	1,32	12,64	2,60
2014	7,58	0,91	24,23	2,09	0,52	1,59	14,47	0,50	6,78	1,52
2015	2,74	0,74	15,54	2,15	-2,13	0,13	9,02	0,00	3,54	0,00
2016	6,92	1,59	1,95	3,60	4,83	1,27	7,97	0,20	25,05	0,70
2017	13,66	1,92	13,95	1,83	19,92	2,13	5,33	1,60	9,54	2,68
2018	-6,12	1,70	-3,07	2,75	-8,44	2,45	-3,83	1,67	-2,75	2,42
1998–2018	5,47	1,77	6,54	2,11	5,73	2,15	5,49	1,68	7,02	1,98
1997–2017	5,63	1,77	6,73	2,13	5,26	2,16	5,77	1,67	6,69	1,98

¹ Inflasjon i enkeltvalutaene gitt i tabellen er ikke basert på inflasjon målt i fondets valutakurv, men på KPI-tall for hvert enkelt land/valutaområde.

Kilder: Norges Bank, Macrobond, Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.

Tabell 2.2 Avkastning av SPU i 2018, siste 3, 5, 10 år og 20 år, målt i norske kroner.
Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2018	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år
<i>SPU</i>					
Faktisk portefølje	-3,07	4,03	10,08	9,65	5,92
Norsk inflasjon ¹	2,75	2,73	2,48	2,11	2,10
Forvaltningskostnader	0,05	0,06	0,06	0,07	0,09
Avkastning justert for kostnader og inflasjon	-5,72	1,22	7,36	7,32	3,65
Referanseindeks	-2,77	3,95	10,03	9,06	5,67
Differanseavkastning	-0,31	0,15	0,04	0,59	0,25
<i>Aksjer</i>					
Aksjeforfølje ²	-6,56	5,07	11,04	11,89	5,98
Referanseindeks	-5,85	5,06	11,02	11,55	5,54
Differanseavkastning	-0,71	0,01	0,01	0,34	0,44
– Herav finansiering av eiendomsinvesteringer	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00
– Herav andre avvik	-0,72	0,01	0,02	0,34	0,44
<i>Obligasjoner</i>					
Obligasjonsportefølje	3,82	2,27	8,29	5,80	4,93
Referanseindeks	3,82	2,07	8,37	4,91	4,78
Differanseavkastning	0,00	0,19	-0,07	0,88	0,14
– Herav finansiering av eiendomsinvesteringer	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00
– Herav andre avvik	-0,01	0,18	-0,08	0,88	0,14
<i>Unotert eiendom</i>					
Unotert eiendomsportefølje ³	11,02	4,77	12,65	10,45	
Fondets referanseindeks ⁴	-2,77				
Aksjer og obligasjoner som er solgt	1,12				
Differanseavkastning vs. fondets referanseindeks	13,78				
– Herav meravkastning som skyldes valgt finansieringsmodell	3,88				
– Herav meravkastning sammenlignet med finansiering	9,90				

¹ Inflasjon gitt i tabellen er ikke basert på inflasjon målt i fondets valutakurv, men på norske KPI-tall.² Aksjeforføljen inkluderer fra og med 2017 noterte eiendomsinvesteringer.³ Den første eiendomsinvesteringen ble gjennomført i første kvartal 2011. Avkastning siste ti år er annualisert avkastning fra og med 1. april 2011. Den unoterte eiendomsporteføljen inkluderer i perioden 2014–2016 også noterte eiendomsinvesteringer.⁴ Reguleringen av unoterte eiendomsinvesteringer ble endret fra og med 2017. Relativ avkastning er derfor kun vist for siste år.

Kilder: Norges Bank, Macrobond og Finansdepartementet.

Tabell 2.3 Avkastning av SPU siden 1998, målt i fondets valutakurv og norske kroner.
Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	Fondets valutakurv	NOK
<i>SPU</i>		
Faktisk portefølje	5,47	6,54
Inflasjon ¹	1,77	2,11
Forvaltningskostnader	0,08	0,08
Avkastning justert for kostnader og inflasjon	3,56	4,25
Referanseindeks	5,22	6,29
Differanseavkastning	0,25	0,25
<i>Aksjer</i>		
Aksjeforfølje ²	5,68	6,61
Referanseindeks	5,27	6,20
Differanseavkastning	0,41	0,41
<i>Obligasjoner</i>		
Obligasjonsportefølje	4,56	5,62
Referanseindeks	4,41	5,47
Differanseavkastning	0,15	0,15

¹ Inflasjon gitt i tabellen er basert på inflasjon målt i fondets valutakurv og på norske KPI-tall.

² Aksjeforføljen inkluderer fra og med 2017 noterte eiendomsinvesteringer.

Kilder: Norges Bank, Macrobond og Finansdepartementet.

Bestilling av publikasjoner

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon

www.publikasjoner.dep.no

Telefon: 22 24 00 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på

www.regjeringen.no

Grafikk brukt i omslagsillustrasjon: Colourbox

Trykk: 07 Media AS – 04/2019

