



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

St.meld. nr. 16

(2007–2008)

Om forvaltningen av
Statens pensjonsfond i 2007



Innhold

Del I	Hovedtrekk ved forvaltningen av Statens pensjonsfond 7	2.3.1	Utviklingen i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge.....58
1	Hovedtrekk ved forvaltningen av Statens pensjonsfond 9	2.3.2	Utviklingen i faktisk portefølje til Statens pensjonsfond – Norge59
1.1	Bakgrunn..... 9	2.3.3	Utviklingen i differanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge62
1.2	Resultater i forvaltningen..... 12	3	Investeringsstrategi72
1.2.1	Utviklingen i markedsverdien til Statens pensjonsfond ¹²	3.1	Grunnlaget for fondets investeringsstrategi72
1.2.2	Avkastningen av Statens pensjonsfond 13	3.1.1	Fondets særpreg72
1.2.3	Kostnader i forvaltningen 17	3.1.2	Oppfatningen av markedenes funksjonsmåte73
1.3	Investeringsstrategi..... 19	3.1.3	Arbeidet framover74
1.3.1	Grunnlaget for fondets investeringsstrategi..... 19	3.2	Oppfølging av allerede vedtatte endringer i investeringsstrategien75
1.3.2	Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond 20	3.3	Avkastningsrisiko i Statens pensjonsfond.....76
1.3.3	Endringer i retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland 21	3.3.1	Historisk simulering76
1.4	Etikk og eierskapsutøvelse..... 25	3.3.2	Markedsforventninger og simulering av Statens pensjonsfond – Utland81
1.4.1	Etiske hensyn i forvaltningen av Statens pensjonsfond..... 25	3.4	Planlagte endringer i investeringsstrategien85
1.4.2	Arbeidet med etiske retningslinjer 26	3.5	Investeringer i fast eiendom i Statens pensjonsfond – Utland86
1.5	Utvikling og oppfølging av rammeverket for forvaltningen 28	3.5.1	Eiendom som aktivaklasse86
1.5.1	Risikobasert oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland 28	3.5.2	Departementets vurdering av eiendom som aktivaklasse87
1.5.2	Nytt rammeverk for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge 31	3.5.3	Arbeidet med et mandat for eiendomsinvesteringer89
1.6	Statlige investeringsfond 32	3.5.4	Hensynet til etikk og beskrankninger knyttet til lukkede jurisdiksjoner.....91
Del II	Nærmere om forvaltningen av Statens pensjonsfond 35	3.5.5	Konklusjon93
2	Analyse av avkastning og risiko i forvaltningen av Statens pensjonsfond 37	3.6	Framvoksende aksjemarkeder93
2.1	Innledning 37	3.6.1	Bakgrunn93
2.2	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland..... 38	3.6.2	Definisjon av framvoksende aksjemarked.....94
2.2.1	Utviklingen i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland..... 38	3.6.3	Markedenes størrelse og likviditet95
2.2.2	Utviklingen i faktisk portefølje til Statens pensjonsfond – Utland 44	3.6.4	Åpenhet for utlendinger97
2.2.3	Utviklingen i differanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland..... 45	3.6.5	FTSE-indeksene97
2.2.4	Ekstern evaluering av resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland..... 55	3.6.6	Avkastning og risiko99
2.3	Resultater i Statens pensjonsfond – Norge 58	3.6.7	Landrisiko 100
		3.6.8	Økonomisk vekst og forventet avkastning102
		3.6.9	Sammenliknbare fond.....103
		3.6.10	Norges Banks vurderinger.....103
		3.6.11	Strategirådets vurderinger104
		3.6.12	Etikkrådets vurderinger105
		3.6.13	Finansdepartementets vurderinger...105
		3.7	Eierandelsbegrensningen i Statens pensjonsfond – Utland106
		3.7.1	Bakgrunn106

3.7.2	Norges Banks råd	106		
3.7.3	Departementets vurdering	108		
4	Etikk og eierskapsutøvelse	109		
4.1	Innledning	109		
4.2	Arbeidet med etiske retningslinjer ...	111		
4.2.1	Eierskapsarbeidet i Norges Bank	111		
4.2.2	Eierskapsarbeidet i Folketrygdfondet	116		
4.2.3	Utelukkelse av selskaper gjennom filtrering og uttrekk	118		
4.2.4	Evalueringslinjene for Statens pensjonsfond – Utland	121		
5	Rammeverket for forvaltningen	124		
5.1	Innledning	124		
5.2	Risikobasert oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland	124		
5.3	Referanserammen for beste markedspraksis og internasjonalt anerkjente standarder som brukes i Ernst & Young-rapporten	126		
5.4	Ernst & Youngs kommentarer til risikostyringen innen Norges Banks kapitalforvaltning	129		
5.5	Norges Banks kommentarer til Ernst & Young-rapporten	136		
5.6	Departementets vurderinger	138		
5.7	Høring om endringer i sentralbanklovens bestemmelser om regnskap og revisjon	139		
5.8	Nærmere om det nye rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge	139		
			Vedlegg	
			1	Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland – inkludering av nye framvoksende markeder
			2	Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland – eierandelsbegrensningen
			3	Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland – inkludering av selskaper som skal noteres
			4	Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland – utvidelse til å inkludere flere framvoksende markeder
			5	Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland – utvidelse av fondets referanse- portefølje til å inkludere flere framvoksende aksjemarkeder
			6	Risikobasert oppfølging av kapitalforvaltningen i Norges Bank – brev fra Norges Bank med kommentarer til Ernst & Youngs sluttrapport
			7	Risikobasert oppfølging av kapitalforvaltningen i Norges Bank – brev fra representantskapet i Norges Bank med kommentarer til sluttrapporten fra Ernst & Young
			8	Bestemmelser om forvaltningen av Statens pensjonsfond
			9	Ord og uttrykk brukt i meldingen



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

St.meld. nr. 16

(2007–2008)

Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007

*Tilråding fra Finansdepartementet av 4. april 2008,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Stoltenberg II)*

Del I
Hovedtrekk ved forvaltningen av Statens
pensjonsfond

1 Hovedtrekk ved forvaltningen av Statens pensjonsfond

1.1 Bakgrunn

De store inntektene som staten nå får fra petroleumsvirksomheten gir Norge en særlig frihet i den økonomiske politikken i forhold til de fleste andre land. Samtidig innebærer en stor og voksende formue et stort forvalteransvar. Regjeringen vil føre en politikk som er basert på langsiktig forvaltning av petroleumsformuen. En slik forvaltning er et viktig verdivalg og et overordnet hensyn for Regjeringen. Det innebærer at formuen kan komme alle generasjoner til gode, og gir samtidig et viktig bidrag til stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Det er bred politisk enighet om at Statens pensjonsfond skal forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat nivå på risiko. Departementet har fastsatt en langsiktig investeringsstrategi som sikrer at midlene investeres i en bredt sammensatt portefølje av verdipapirer fra mange land. Dette gir fondet en god risikospredning.

Regjeringen har som mål at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond, noe som krever at en sikter mot beste praksis i internasjonal kapitalforvaltning i arbeidet med fondet. Det er en del av vårt forvalteransvar å sørge for at Pensjonsfondet forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Slik kan også framtidige generasjoner få mest mulig nytte av vår oppsparte kapital.

Dette forvalteransvaret innebærer også at vi som investor har medansvar for hvordan selskapene fondet er investert i opptrer. Derfor legger Regjeringen betydelig vekt på at eierskapet i selskapene fondet er investert i utøves med sikte på å fremme god og ansvarlig opptreden som respekterer menneskerettigheter og miljø. Dette er også i tråd med fondets langsiktige finansielle interesser.

Statens pensjonsfond ble opprettet i 2006 som en overbygning over det som tidligere var Statens petroleumsfond og Folketrygdfondet. Formålet med Pensjonsfondet er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter. For å sikre at petroleumsinntektene skal bidra til en stabil

utvikling i norsk økonomi, skal inntektene fases inn i økonomien gradvis, samtidig som sparemidlene skal plasseres utenfor Norge. Ved at en stor del av petroleumsinntektene investeres i utlandet, bidrar Statens pensjonsfond – Utland til en kapitalutgang som motvirker utslag i kronekursen av en stor og varierende valutainngang fra petroleumssektoren.

Sparingen i Pensjonsfondet skjer i form av generell fondsoppbygging. For å legge til rette for at veksten i fondet skal reflektere statens reelle fordringsoppbygging, er fondet fullt ut integrert med statsbudsjettet, jf. boks 1.1. Det er således ikke stilt krav om at kapitalen i Pensjonsfondet til enhver tid skal svare til en bestemt andel av statens pensjonsforpliktelser i folketrygden.

Finansdepartementet er i lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond (pensjonsfondsloven) gitt i oppgave å forvalte fondet. Departementet fastsetter Pensjonsfondets overordnede investeringsstrategi, prinsippene for etikk og eierskapsutøvelse og følger opp den operative forvaltningen. Oppgaven med å forestå den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond er lagt til Norges Bank og Folketrygdfondet, som forvalter henholdsvis Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Både Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond Norge er underlagt etiske retningslinjer. I figur 1.2 beskrives hovedtrekkene i ansvarsdelingen mellom Stortinget, Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet. Statens pensjonsfond har ikke eget styre eller egen administrasjon.

Statens pensjonsfond er et av verdens største fond, og kapitalen vokser raskt. Fondet er stort i forhold til størrelsen på norsk økonomi, og avkastningen av fondet vil gi vesentlige bidrag til å finansiere statens utgifter i årene framover. Oppmerksomheten om forvaltningen har økt med størrelsen av fondet. Dette understreker betydningen av at Pensjonsfondets investeringsstrategi og retningslinjer for etikk og eierskapsutøvelse er godt forankret i Stortinget. Departementet legger vekt på at en utstrakt grad av åpenhet om forvaltningen av Pensjonsfondet er med på å understøtte troverdigheten og tilliten til fondet og fondskon-

Boks 1.1 Fondskonstruksjonen

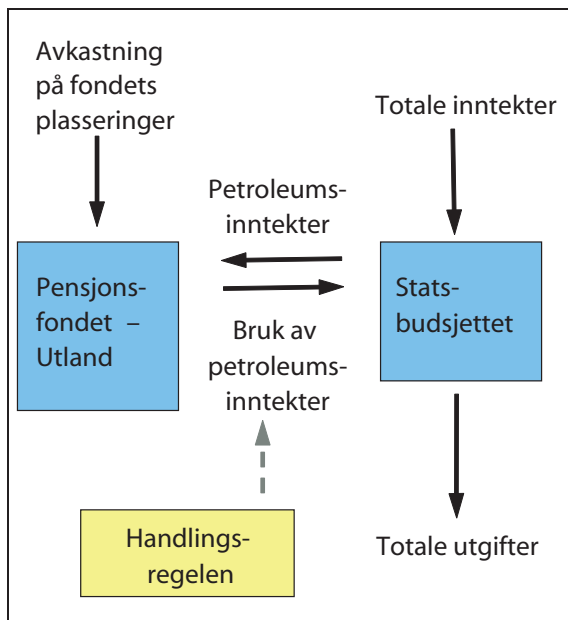
Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Oppbyggingen av kapital i Statens pensjonsfond – Utland er for en vesentlig del omgjøring av olje- og gassressurser i Nordsjøen til finansielle fordringer på utlandet. De løpende innbetalingene fra denne petroleumsvirksomheten har således en annen karakter enn statens øvrige inntekter, ettersom de delvis har sitt motstykke i en reduksjon av statens petroleumsmåte. Samtidig varierer innbetalingene mye, bl.a. som følge av svingninger i oljeprisen.

Figur 1.1 viser sammenhengen mellom Statens pensjonsfond – Utland og statsbudsjettet. Inntektene til Statens pensjonsfond – Utland er kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som blir overført fra statsbudsjettet, netto finanstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten og avkastningen av Pensjonsfondets plasseringer.¹ Midlene i fondet kan bare anvendes til en beløpsmessig overføring til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget, hvor størrelsen på overføringen bestemmes av det oljekorrigerede budsjettunderskuddet (betegnet «Bruk av petro-

leumsinntekter» i figuren). Avsetningen av fondsmidler inngår således i en helhetlig budsjettprosess og synliggjør statens bruk av petroleumsinntekter. Fondoppbyggingen gjenspeiler dermed faktiske overskudd på statsbudsjettet.

Figur 1.1 illustrerer at bruken av petroleumsinntekter bestemmes ut fra retningslinjene for budsjettpolitikken (handlingsregelen). Handlingsregelen innebærer at det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet over tid skal svare til forventet realavkastning av kapitalen i utenlandsdelen av Statens pensjonsfond, anslått til 4 pst. av fondets verdi ved inngangen til budsjettåret.² Retningslinjene legger dermed til rette for at bruken av petroleumsinntektene er forutsigbar og frikoblet fra de løpende inntektsstrømmene. På denne måten skjermes statsbudsjettet og fastlandsøkonomien fra virkninger av svingninger i petroleumsinntektene. Samtidig støtter handlingsregelen opp om at formuen bevarer over tid, slik at den kan bidra til å opprettholde velferden også for kommende generasjoner. Mens kapitalen i fondet bare kan brukes én gang, kan realavkastningen finansiere et varig høyere nivå på statens utgifter.

Grunnkapitalen i Statens pensjonsfond – Norge stammer i hovedsak fra overskudd på trygderegnskapene etter innføringen av folketrygden i 1967 og fram til slutten av 1970-tallet. Avkastningen av midlene i Statens pensjonsfond – Norge overføres ikke til statskassen, men legges løpende til denne delen av fondet. Det er således ingen overføring mellom statsbudsjettet og Statens pensjonsfond – Norge. Det er heller ingen overføringer av kapital mellom de to delene av Statens pensjonsfond.

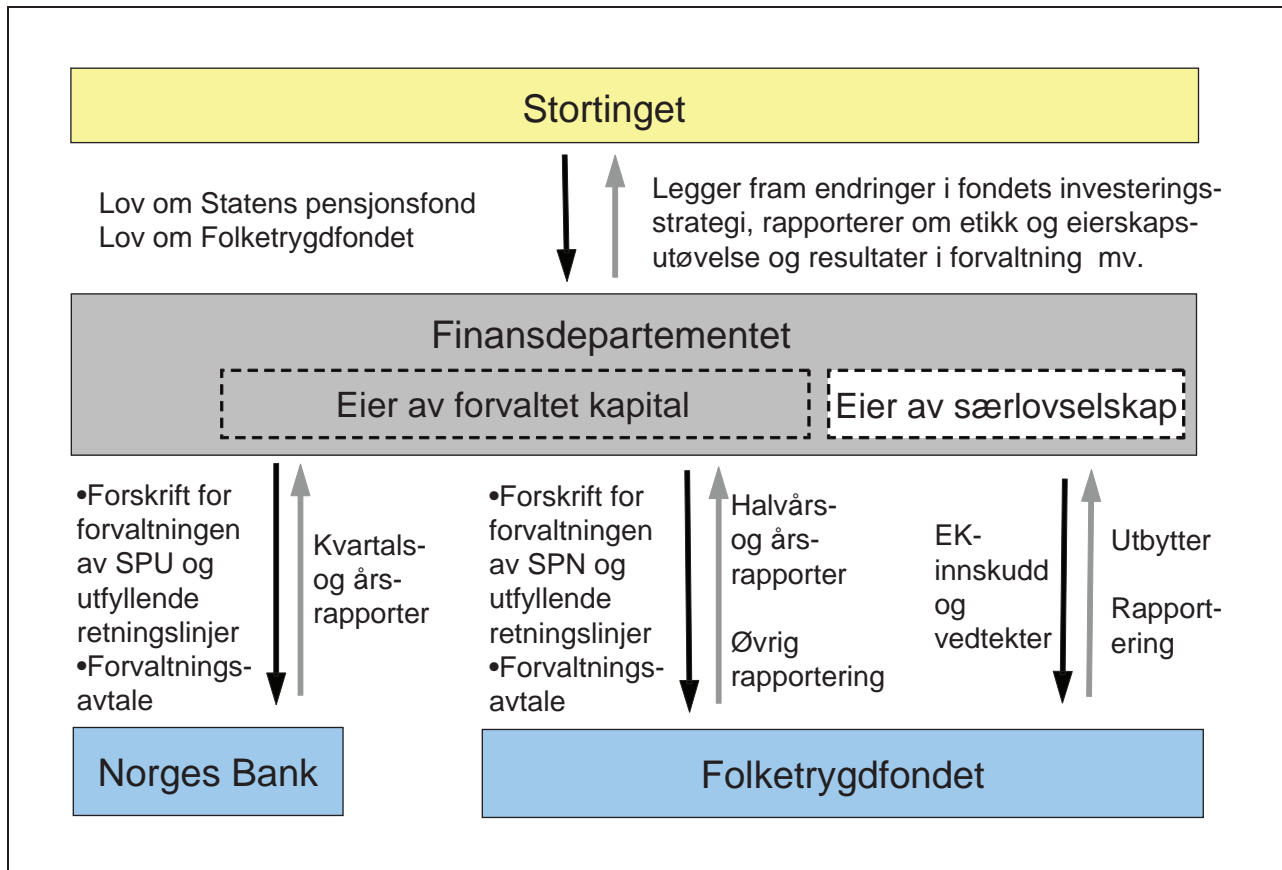


Figur 1.1 Sammenhengen mellom Statens pensjonsfond – Utland og statsbudsjettet.

Kilde: Finansdepartementet

¹ § 3 i lov om Statens pensjonsfond definerer hvilke poster som inngår i kontantstrømmen og i netto finanstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten, jf. vedlegg 8 i denne meldingen.

² Det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet er et mål på den underliggende bruken av petroleumsinntekter over statsbudsjettet, der en har korrigert det oljekorrigerede budsjettunderskuddet for konjunkturelle forhold, overføringer fra Norges Bank, statens netto renteinntekter og særskilte regnskapsforhold, jf. boks 3.2 i St.meld. nr. 1 (2007-2008) Nasjonalbudsjettet 2008.



Figur 1.2 Hovedtrekkene i ansvarsdelingen mellom Stortinget, Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet

Kilde: Finansdepartementet

struksjonen. Det redegjøres bl.a. til Stortinget gjennom en årlig melding i vårsesjonen om forvaltningen av Pensjonsfondet. Resultatene i den operative forvaltningen rapporteres også jevnlig av Norges Bank og Folketrygdfondet.

Norges håndtering av petroleumsinntektene benyttes ofte som en referanse internasjonalt. Dette gjelder særlig den rollen Statens pensjonsfond har som en del av rammeverket for en langsiktig, opprettholdbar finanspolitikk som legger til rette for en stabil økonomisk utvikling. Gjennom rådgivning på dette området bistår departementet flere andre land i organiseringen av deres naturressursforvaltning. Arbeidet skjer både gjennom bilateralt samarbeid, «Olje for Utvikling»-programmet i regi av Norad og gjennom internasjonale organisasjoner som bl.a. IMF, Verdensbanken og FN.

Denne meldingen er bygget opp rundt to deler: Del I beskriver hovedtrekk ved forvaltningen av Statens pensjonsfond. I denne delen er det lagt vekt på å gi framstillingen en mest mulig ikke-teknisk form. Del II inneholder mer detaljerte analyser av temaene omtalt i del I. Det vil også bli

utarbeidet dokumentasjonsnotater av mer teknisk karakter som ytterligere belyser enkelte av problemstillingene drøftet i del II. Notatene offentliggjøres på Finansdepartementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

Del I er bygget opp som følger: Kapittel 1.2 gir en oversikt over resultatene i forvaltningen av Statens pensjonsfond, med særlig vekt på resultatutviklingen i 2007. Kapittel 1.3 redegjør for fondets investeringsstrategi, hvor det går fram at Regjeringen legger opp til å inkludere eiendom som en egen aktivaklasse for Statens pensjonsfond – Utland, i tillegg til aksjer og obligasjoner. Videre legges det opp til å utvide referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland til å inkludere flere framvoksende markeder. Det legges også opp til å øke eierandelsbegrensningen i Statens pensjonsfond – Utland fra 5 pst. til 10 pst. Kapittel 1.4 omhandler etikk og eierskapsutøvelse, hvor det bl.a. gjøres nærmere rede for arbeidet med de etiske retningslinjene det siste året og Norges Banks og Folketrygdfondets eierskapsutøvelse. I kapittel 1.5 vises det til arbeidet med utvikling og oppfølging av rammeverket for forvaltningen. I denne

meldingen presenteres hovedpunkter i et forslag til endringer i sentralbankloven, som senere vil bli sendt på høring. Kapittel 1.6 gjør rede for den tiltagende debatten internasjonalt rundt såkalte statlige investeringsfond («Sovereign Wealth Funds»), og Regjeringens holdning i de spørsmål som har vært reist i denne debatten.

Del II er organisert som følger: Kapittel 2 presenterer detaljerte analyser av avkastning og risiko i Statens pensjonsfond. Kapittel 3 gjør nærmere rede for departementets arbeid med fondets investeringsstrategi og endringer i investeringsretningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland. Kapittel 4 drøfter samspillet mellom etikk og eierskapsutøvelse, og det gis også en beskrivelse av prosessen knyttet til evalueringen av de etiske retningslinjene for Pensjonsfondet. Kapittel 5 inneholder en nærmere drøfting av utvikling og oppfølging av rammeverket for forvaltningen, med vekt bl.a. på risikobasert oppfølging av forvaltningen i Norges Bank.

Lov om Statens pensjonsfond, forskriftene for forvaltningen av fondet med utfyllende bestemmelser og forvaltningsavtalene følger som vedlegg til denne meldingen. Videre følger Norges Banks, Strategirådets og Etikkrådets tilrådinger og vurderinger vedrørende de foreslåtte endringene i investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland. Vedlagt følger også Norges Banks kommentarer til rapporten fra Ernst & Young om risikostyring og kontrollrutiner knyttet til bankens kapitalforvaltning. Rapporten fra Ernst & Young er på engelsk, og offentliggjøres på Finansdepartementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf) samtidig med at denne meldingen legges fram. Som vedlegg til del II følger også en oversikt over de mest sentrale ord og uttrykk brukt i denne meldingen. Norges Banks og Folketrygdfondets årsrapporter for forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007 følger som utrykte vedlegg (se www.norges-bank.no og www.ftf.no). Etikkrådets årsrapporter er tilgjengelig på www.etikkraadet.no.

1.2 Resultater i forvaltningen

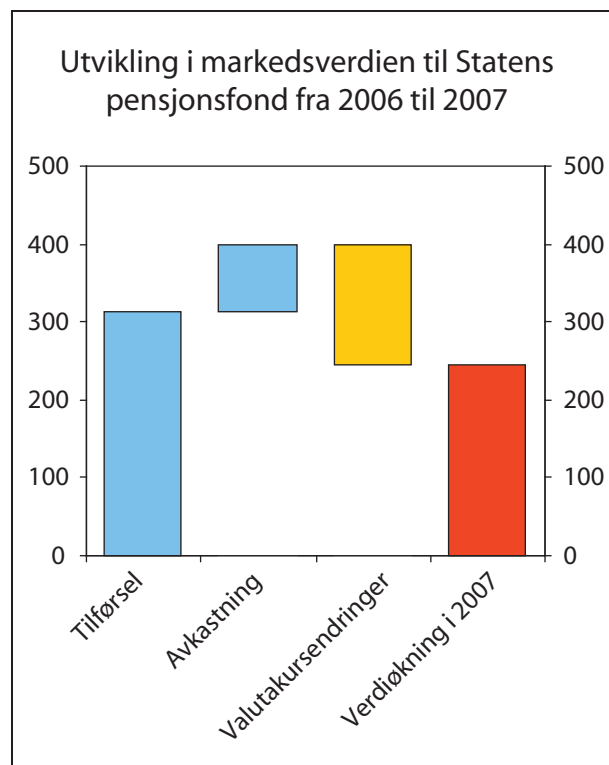
1.2.1 Utviklingen i markedsverdien til Statens pensjonsfond

Samlet markedsverdi til Statens pensjonsfond var ved utgangen av 2007 på 2 136,0 mrd. kroner. Dette er en økning på i alt 245,4 mrd. kroner i forhold til utgangen av 2006, og kan knyttes til tilførsel av nye midler (313,6 mrd. kroner) og avkastning på

fondets plasseringer (86,1 mrd. kroner målt i norske kroner). En styrking av kronen målt mot Statens pensjonsfond – Utlands valutakurv bidro isolert sett til å redusere markedsverdien til fondet (154,3 mrd. kroner), men for utviklingen i internasjonal kjøpekraft er endringer i kronekursen ikke relevant. I figur 1.3 er økningen i samlet markedsverdi til Statens pensjonsfond i 2007 fordelt på ulike komponenter.

Som illustrert i figur 1.4, har kapitalen i Statens pensjonsfond vokst raskt siden midten av 1990-tallet. Verdien av Pensjonsfondet tilsvarte ved utgangen av 2007 anslagsvis 1 mill. kroner pr. husholdning i Norge.

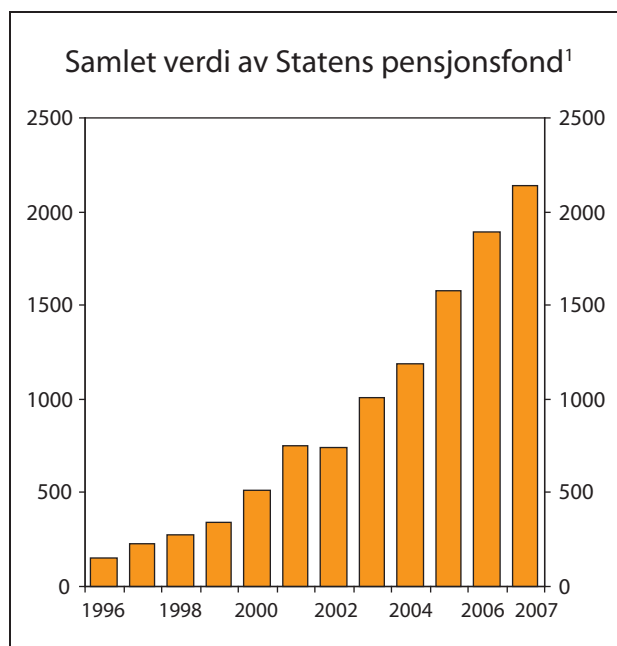
Markedsverdien til Statens pensjonsfond – Utland var ved utgangen av 2007 på 218,6 mrd. kroner.¹ Dette er en økning på 235,0 mrd. kroner siden utgangen av 2006. Verdien av aksjeporteføljen ved årsskiftet var 957,9 mrd. kroner, mens 1 060,7 mrd. kroner var plassert i renteinstrumen-



Figur 1.3 Utvikling i markedsverdien til Statens pensjonsfond i 2007 fordelt på ulike komponenter. Mrd. kroner

Kilde: Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet

¹ I denne meldingen legger en til grunn verdien av Statens pensjonsfond – Utland, slik den framkommer i Norges Banks årsrapport for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2007.



Figur 1.4 Markedsverdien til Statens pensjonsfond.² 1996–2007. Mrd. kroner

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

² Verdien av Statens pensjonsfond – Utland er beregnet før fradrag av forvaltningskostnader. Forvaltningskostnadene svarte i 2007 til knapt 1,8 mrd. kroner, og godtgjøres Norges Bank i løpet av 1. kvartal 2008.

Kilde: Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet

ter. Samlet for årene 1996–2007 er utenlandsdelen av Pensjonsfondet tilført 1 756,3 mrd. kroner.

Markedsverdien til Statens pensjonsfond – Norge var ved utgangen av 2007 på 117,3 mrd. kroner, som er 10,4 mrd. kroner mer enn ved inngangen av året. Verdien av aksje- og renteporteføljen utgjorde ved årsskiftet henholdsvis 70,1 og 47,3 mrd. kroner.²

Tabell 1.1 Årlig realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland¹ og Statens pensjonsfond – Norge² fratrukket forvaltningskostnader. 1997–2007. Prosent

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1997–2007
Netto realavkastning												
Pensjonsfondet – Utland	7,15	8,20	10,93	0,35	-3,66	-6,62	10,75	6,30	8,46	5,57	1,05	4,25
Pensjonsfondet – Norge	5,60	-2,29	6,24	3,08	0,97	0,49	13,31	10,12	7,28	8,55	8,43	5,52

¹ Geometrisk realavkastning i internasjonal valuta beregnet med bakgrunn i et veid gjennomsnitt av konsumprisveksten i de land som inngår i fondets referanseportefølje. Gjennomsnittlige forvaltningskostnader har i denne perioden vært på 0,09 pst. av forvaltningskapitalen.

² Geometrisk realavkastning i norske kroner. Beregningsteknisk er det lagt til grunn forvaltningskostnader på 0,05 pst. av forvaltningskapitalen, som er noe høyere enn det forvaltningskostnadene har vært historisk da en betydelig andel av den kapitalen Folketrygdfondet forvaltet fram til desember 2006 var plassert som kontolån til staten. Kontolånet ble avviklet i desember 2006.

Kilde: Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet

1.2.2 Avkastningen av Statens pensjonsfond

Det er realavkastningen av Statens pensjonsfond som er relevant for å måle utviklingen i fondets kjøpekraft. Samtidig er realavkastningen av fondets utenlandsdelen sentral for handlingsregelen i budsjettpolitikken, jf. boks 1.1. Som det går fram av tabell 1.1, var realavkastningen (etter fradrag for forvaltningskostnader) av Statens pensjonsfond – Utland 1,05 pst. i 2007 målt i utenlandsk valuta, noe som er vesentlig lavere enn gjennomsnittet i perioden 1997–2007. Statens pensjonsfond – Norge oppnådde en realavkastning på 8,43 pst., som er klart høyere enn gjennomsnittlig årlig realavkastning i perioden fra 1997 til 2007 sett under ett.

I den videre omtalen av resultater i forvaltningen er det tatt utgangspunkt i nominelle avkastningstall siden en ønsker å sammenlikne resultatene i forvaltningen mot avkastningen av en referanseportefølje. Det vil da ikke gi særlig mer informasjon å justere avkastningstallene med prisstigningen.³

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland var 4,3 pst. i 2007 målt i utenlandsk valuta. Dette er klart svakere enn resultatene de siste fem årene, jf. tabell 1.2. Målt i kroner var fondets avkastning -3,9 pst. i 2007. Den nominelle avkastningen i delporteføljene til Statens pensjonsfond – Utland siden inngangen til 1998 er illustrert i figur 1.5.

Risikoen i Statens pensjonsfond – Utland, målt ved standardavviket til avkastningen, var 3,7 pst. i 2007 målt nominelt i lokal valuta. Dette er om lag på linje med nivået de siste fem årene, jf. tabell 1.2.

I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland har Norges Bank anledning til å avvike fra

² Dette tallet inkluderer netto eiendeler knyttet til utlån av verdipapirer på om lag 0,5 mrd. kroner.

³ Realavkastningen er tilnærmet lik nominell avkastning fratrukket prisstigningen.

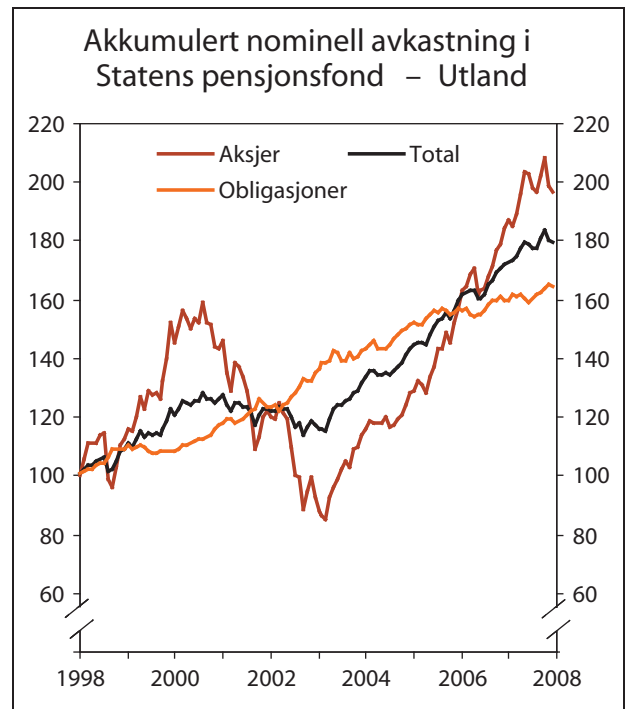
den referanseporteføljen som departementet har fastsatt innenfor en ramme for tillatt risikoavvik. Bidraget fra denne aktive forvaltningen måles løpende ved at fondets verdiutvikling sammenliknes med utviklingen i referanseporteføljen. I 2007 var avkastningen av utenlandsdelen av Pensjonsfondet 0,22 prosentpoeng lavere enn referanseporteføljens avkastning, målt i kroner, som tilsvarer om lag -5,2 mrd. kroner.⁴ Dette er første gang siden 1998 at det er oppnådd mindreavkastning i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.

Fjorårets avkastning er i betydelig grad preget av uroen i det internasjonale finansmarkedet, se nærmere omtale av markedsutviklingen nedenfor. Samtidig er de bevegelsene som en observerte i fondets verdi godt innenfor det mulighetsområdet en har sett for seg. Som det går fram av kapittel 3, kan forventet nominell avkastning av Pensjonsfondet – Utland anslås til om lag 6 pst., mens standardavviket til avkastningen målt i fondets valutakurv kan anslås til drøyt 9 pst.⁵ Med disse anslagene vil en i ett av tre år forvente svingninger utenfor et område fra -3 pst. til +15 pst., gitt en forventet avkastning på 6 pst.

Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland er basert på at fondets midler skal investeres i ulike aktivaklasser i en bredt sammensatt portefølje av verdipapirer fra mange land. Selv om en slik strategi gir god risikospredning, må en likevel være forberedt på at det vil komme perioder med betydelige svingninger i fondets verdi. Boks 1.2 belyser risikoen i Statens pen-

⁴ Som følge av at valutaeksponeringen i den faktiske porteføljen og referanseporteføljen er om lag den samme, vil forskjellen mellom differanseavkastningen målt i kroner og i valuta være relativt liten.

⁵ Som en forenkling brukes her standardavviket til årlig realavkastning, se tabell 3.9 i kapittel 3



Figur 1.5 Akkumulert nominell avkastning av delporteføljene til Statens pensjonsfond – Utland målt i fondets valutakurv. Indeks ved utgangen av 1997 = 100

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank.

sjonsfond med utgangspunkt i historiske hendelser, hvor det framgår at verdien til Statens pensjonsfond over tid synes relativt robust i forhold til den typen kriser som inntraff de siste hundre årene. Samtidig kan en ikke utelukke at det i framtiden vil oppstå krisesituasjoner der eventuelle fall i fondets verdi ikke gjenvinnes like raskt i etterfølgende år som det en har observert historisk. Etter departementets vurdering bør en derfor være

Tabell 1.2 Gjennomsnittlig årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland målt i fondets valutakurv. Prosent og prosentpoeng

	1998–2007	2003–2007	2007
<i>Referanseportefølje</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,61	8,52	4,50
Standardavvik	5,02	3,66	3,30
<i>Faktisk portefølje</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	6,02	8,92	4,26
Standardavvik	5,15	3,82	3,74
<i>Differanseavkastning (målt i kroner)</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	0,40	0,40	-0,22
Standardavvik (relativ volatilitet)	0,42	0,42	0,68

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Boks 1.2 Avkastning og krisescenarier

En metode for å belyse risikoen i Statens pensjonsfond er å velge ut enkelte historiske hendelser, og med utgangspunkt i disse beregne fondets avkastning i det som kan betegnes krisescenarier. Hendelser det er naturlig å basere en slik beregning på er bl.a. krisen i trettiårene, aksjekrakket i 1987, Asiakrisen i 1997 og teknologiboblen på slutten av 90-tallet. Nedenfor er slike beregninger gjennomført for både Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge.

Det har vært flere perioder i løpet av de siste hundre årene der svingningene i de internasjonale verdipapirmarkedene har vært svært store. Tabell 1.3 og 1.4 viser beregnet endring i fondets verdi med gjeldende aktivasammensetning og landfordeling under syv ulike krisescenarier. Første kolonne i tabell 1.3 (merket «År 1») viser for eksempel at fondet ville falt med vel 3 pst. i verdi det første året i kriseårene 1929–33. I det andre året ville verdien blitt redusert med 8 pst.,

og ytterligere med 19 pst. i det tredje året. Det samlede tapet over disse årene utgjør dermed anslagsvis 30 pst. av fondets verdi i forhold til verdien ved inngangen til 1929. Avkastningen de neste to årene ville imidlertid mer enn kompensert for tapet de tre første årene. I det fjerde året etter krakket ville fondets verdi økt med knapt 17 pst., og med nærmere 21 pst. i det femte året. Tilsvarende analyse er gjort av seks andre kriseperioder.

Resultatene indikerer at fondets verdi over tid synes rimelig robust i forhold til den typen kriser som oppsto på 1900-tallet. Samtidig var det forrige århundret preget av en svært positiv utvikling i de internasjonale verdipapirmarkedene. En kan ikke utelukke at det i framtiden vil kunne oppstå nye kriseperioder der tapene ikke gjenvinnes like raskt i etterfølgende perioder som det som har vært tilfellet i de foregående hundre årene.

Tabell 1.3 Endring i verdien til Statens pensjonsfond – Utland i fem påfølgende år som følge av en krise, gitt gjeldende sammensetning av aksjer og obligasjoner, og regionfordeling. Fondets valutakurv. Prosent

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
Trettiårene (1929-1933)	-3,3	-8,2	-19,0	16,7	20,7
Oljekrisen (1973-1975)	-8,6	-14,1	36,6		
Krakket (1987)	-0,2				
Mexico (1994)	-4,5				
Asiakrisen (1997)	22,2				
Russlandkrisen (1998)	17,1				
Teknologiboblen (1999-2003)	16,4	1,2	-6,0	-8,2	16,9

Kilde: Finansdepartementet

Tabell 1.4 Endring i verdien til Statens pensjonsfond – Norge i fem påfølgende år som følge av en krise, gitt gjeldende sammensetning av aksjer og obligasjoner, og regionfordeling. Prosent

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
Trettiårene (1929-1933)	6,7	0,1	-10,4	5,9	13,6
Oljekrisen (1973-1975)	50,8	-23,0	1,5		
Krakket (1987)	0,7				
Mexico (1994)	0,8				
Asiakrisen (1997)	22,3				
Russlandkrisen (1998)	-9,7				
Teknologiboblen (1999-2003)	29,8	3,7	-7,7	-12,7	34,8

Kilde: Finansdepartementet

Tabell 1.5 Gjennomsnittlig årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge målt i kroner. Prosent og prosentpoeng

	1998–2007	2003–2007	2007
<i>Referanseportefølje</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,49	11,71	7,24
Standardavvik.....	4,99	5,39	7,31
<i>Faktisk portefølje</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,68	11,32	9,78
Standardavvik.....	4,56	4,91	6,88
<i>Differanseavkastning</i>			
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år.....	0,19	-0,39	2,54
Standardavvik (relativ volatilitet)	1,27	1,33	1,35

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

varsom med å legge til grunn at utviklingen i de internasjonale finansmarkedene de neste hundre årene vil bli like positiv som i de foregående hundre årene. Dette gjenspeiles for øvrig i de anslag som benyttes i modelleringen av fondets framtidige avkastning og risiko i kapittel 3.

I perioder med store markedsbevegelser rettes oppmerksomheten ofte mot størrelsen på endringen i markedsverdien til Statens pensjonsfond. For Statens pensjonsfond er imidlertid kortsiktige svingninger i fondets verdi av mindre betydning ettersom Pensjonsfondet representerer langsiktig sparing, og det er totalavkastningen på lang sikt som er viktig. Selv om markedsuro og økte risikopremier kan føre til fall i fondets verdi på kort sikt, er det for en langsiktig investor med et voksende fond under forvaltning en fordel at en får godt betalt for å påta seg risiko. Aksjeandelen er i så henseende av stor betydning for fondets langsiktige forventede avkastning (se St.meld. nr. 24 for 2006-2007).

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge

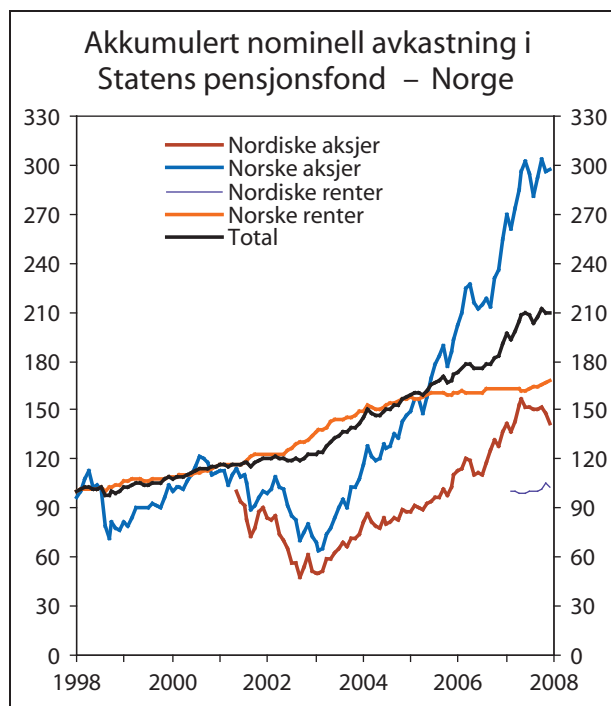
Statens pensjonsfond – Norge har en lang investeringshorisont. Fondet er en langsiktig investor, og vil ha en stor portefølje av aksjer i det norske markedet, som Folketrygdfondet må vurdere sammensetningen av. I tråd med dette legger departementet i oppfølgingen av Folketrygdfondets resultater vekt på utviklingen i resultatene over tid.

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge i 2007 var 9,8 pst. målt i kroner. Dette er noe svake enn gjennomsnittlig årlig avkastning de siste fem årene, men er likevel klart høyere enn gjennomsnittsavkastningen i hele perioden 1998-2007 sett under ett, jf. tabell 1.5. Den nominelle avkast-

ningen i delporteføljene til Statens pensjonsfond – Norge er illustrert i figur 1.6.

Risikoen i Statens pensjonsfond – Norge i 2007, målt ved standardavviket til avkastningen, var 6,9 pst. målt i kroner. Dette er klart høyere enn nivået de siste årene, men må bl.a. ses i sammenheng med avviklingen av kontolånsordningen i desember 2006.⁶

I 2007 var avkastningen av Pensjonsfondet – Norge 2,54 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljens avkastning. Dette er den høyeste



Figur 1.6 Akkumulert nominell avkastning på delporteføljene til Statens pensjonsfond – Norge målt i kroner. Indeks ved utgangen av 1997 = 100

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

meravkastningen som er oppnådd i løpet av ett enkelt år i perioden 1998-2007.

Markedsutvikling

Over de siste årene framstår utviklingen i markedsverdien til Statens pensjonsfond alt i alt som svært positiv. Dette reflekterer både høy avkastning på fondets referanseportefølje og at det er skapt meravkastning i den aktive forvaltningen. Utviklingen i fondets verdi i disse årene må også ses i sammenheng med at verdensøkonomien de siste årene har vokst sterkt, noe som bl.a. skyldes meget sterkt vekst i framvoksende markeder som Kina og India. Dette har sammen med markerte lettelse i pengepolitikken i mange land i perioden 2000–2003 stimulert den økonomiske veksten, og inntjeningen i foretakene har generelt vært høy. Samtidig har inflasjonen holdt seg lav, jf. figur 1.7a. Forholdene har dermed ligget til rette for bred oppgang i aksjemarkedene siden 2003, jf. figur 1.7b. Oppgangen på Oslo Børs har de siste årene vært særlig sterk, noe som bl.a. reflekterer høye oljepriser. De siste par årene har det imidlertid funnet sted en gradvis tilstramming av amerikansk og europeisk pengepolitikk, og obligasjonsrentene har steget, jf. figur 1.7c. Tilstrammingen av pengepolitikken i amerikansk økonomi har gradvis blitt reversert de siste månedene.

Avkastningen av Statens pensjonsfond i 2007 kan karakteriseres som tilfredsstillende, til tross for betydelig uro i de internasjonale finansmarkedene. Denne uroen var særlig markert etter sommeren 2007, med betydelige bevegelser i rente- og aksjemarkedene over hele verden, noe som bidro til å redusere fondets avkastning. Uroen ble utløst av problemer i det amerikanske markedet for boliglån med lav sikkerhet («subprime» lån), og førte til en markert økning i investorenes krav til kompensasjon for å investere i verdipapirer med kredittrisiko, jf. figur 1.7d.

I et noe lengre tidsperspektiv framstår bevegelsene i markedet i andre halvdel av 2007 som mindre dramatiske. Fallet i aksjekursene synes ikke å ha vært større enn flere av de korreksjonene i aksjekursene som har funnet sted gjennom de siste fem årene etter sterk oppgang i aksjemarkedet. Videre startet økningen i renteforskjellen mellom sikre og mindre kredittverdige verdipapi-

rer fra historisk sett svært lave nivåer. En viss økning i prisen på risiko i deler av finansmarkedet er derfor i seg selv ikke nødvendigvis uheldig. Selv om aksjekursene delvis tok seg opp igjen gjennom den siste måneden av 2007, indikerer uroen i de internasjonale rente- og aksjemarkedene ved inngangen til 2008 at usikkerheten omkring den videre utvikling i finansmarkedene fortsatt er stor.

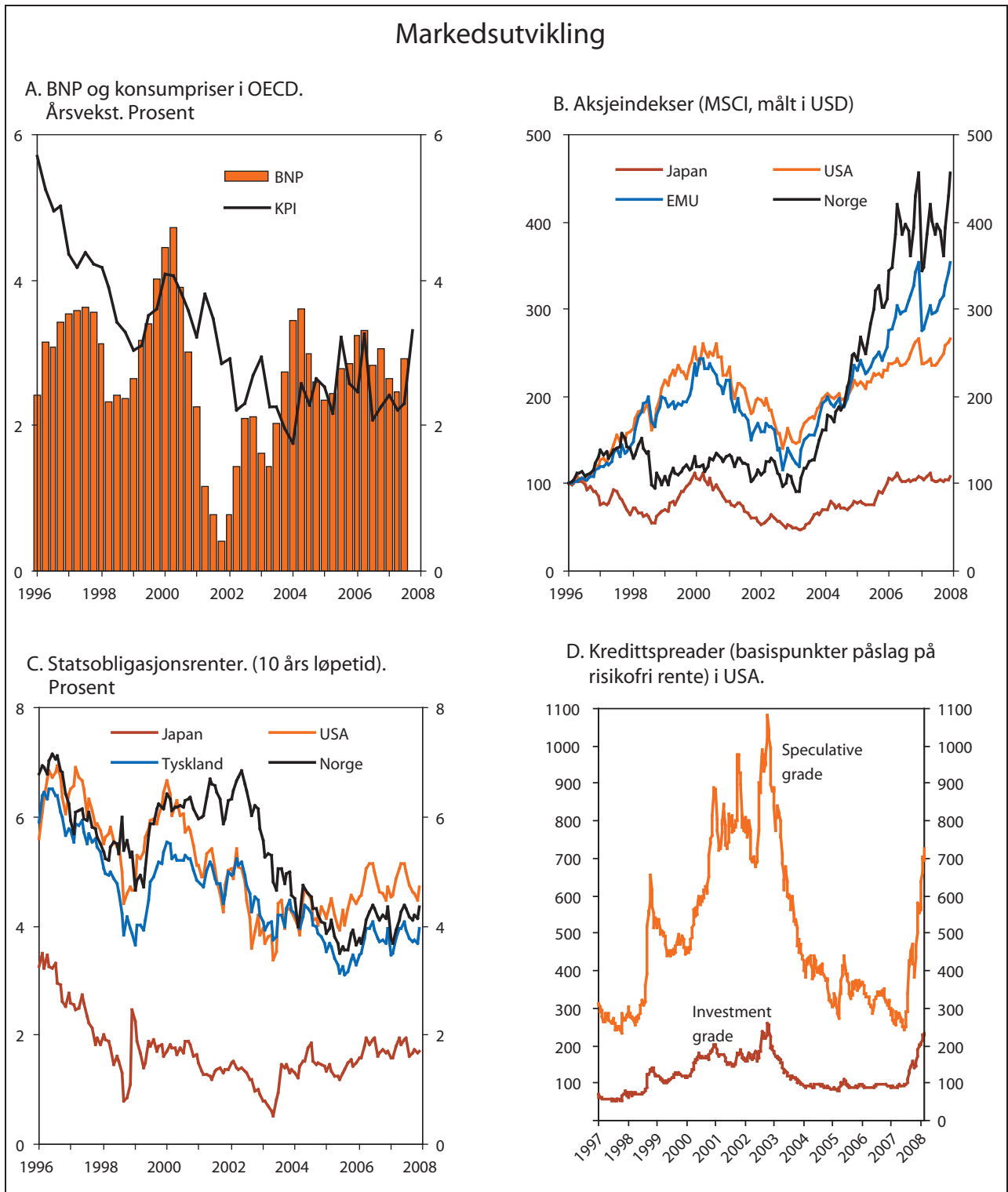
1.2.3 Kostnader i forvaltningen

Norges Bank skal i henhold til forvaltningsavtalen som er inngått med Finansdepartementet for Pensjonsfondet – Utland, få dekket de faktiske forvaltningskostnadene inntil en øvre grense som for 2007 er satt til 0,10 pst. (10 basispunkter) av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Den øvre grensen for godtgjøring er bl.a. satt på grunnlag av informasjon om hva denne type forvaltning koster i fond av tilsvarende størrelse. Finansdepartementet benytter det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. til å utarbeide analysene som ligger til grunn for disse kostnadssammenlikningene. I tillegg til kostnadsdekningen innenfor den øvre grensen godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Forvaltningskostnadene for 2007, eksklusive avkastningsavhengige honorarer, utgjorde 1 514,7 mill. kroner. Dette var en økning på 33 pst. fra 2006. Gjennomsnittlig størrelse på fondet økte med 24 pst., slik at kostnadene målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje økte fra 0,073 pst. (7,3 basispunkter) i 2006 til 0,079 pst. (7,9 basispunkter) i 2007. Forvaltningskostnadene eksklusive avkastningsavhengige honorarer er dermed godt under den øvre grensen. Medregnet avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde kostnadene 1 783,3 mill. kroner, som omregnet til årsrate utgjør 0,093 pst. (9,3 basispunkter) av gjennomsnittlig markedsverdi.

Folketrygdfondets kostnader i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge i 2007 svarer til 0,049 pst. (dvs. knapt 5 basispunkter) av forvaltningskapitalen. Kostnadene i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge er ikke helt sammenliknbare med kostnadene for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Norges Bank har valgt å benytte eksterne forvaltningsmandater, som isolert sett er dyrere enn intern forvaltning. Videre er Norges Banks kapitalforvaltning mer omfattende, bl.a. ved at kapitalen i Pensjonsfondet – Utland er spredt over mange flere land og selskaper enn Pensjonsfondet – Norge. På den annen side er det stordrifts-

⁶ Avviklingen av kontolånsordningen i desember 2006 bidro til at aksjeporteføljens andel av totalporteføljen økte betydelig. I St.meld. nr. 24 (2006-2007) er det referert beregninger som viser at standardavviket til avkastningen på totalporteføljen, som følge av nedskrivningen av kontolånene, kan ventes å øke betydelig.



Figur 1.7 Markedsutvikling

Kilde: EcoWin

fordeler i kapitalforvaltning, som bl.a. Norges Bank drar nytte av.

For 2008 har Finansdepartementet inngått en forvaltningsavtale med Folketrygdfondet som fastsetter prinsippene for den godtgjøringen Folketrygdfondet skal motta for forvaltningen av

Statens pensjonsfond – Norge, jf. vedlegg 8 i denne meldingen. Som redegjort for i kapittel 5.8, må en forvente at kostnadene i forvaltningen av Pensjonsfondet – Norge framover vil bli liggende på et høyere nivå enn tidligere, bl.a. som følge av at det er stilt strengere krav til måling, styring og

kontroll av risiko, og til rapportering. Departementet tar sikte på å utarbeide kostnadssammenlikninger av hva denne type forvaltning koster i fond av tilsvarende størrelse, slik det i dag gjøres for utenlandsdelen av fondet.

1.3 Investeringsstrategi

1.3.1 Grunnlaget for fondets investeringsstrategi

Regjeringen har høye ambisjoner for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Målet er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. Det innebærer at en skal sikte mot beste praksis i internasjonal kapitalforvaltning i arbeidet med fondet. Samtidig vil hva som er en god investeringsstrategi avhenge av fondets særpreg, formålet med investeringene, eierens holdning til risiko og hvilke oppfatninger en har av hvordan finansmarkedene fungerer.

Fondets særpreg og formål

Statens pensjonsfond er et instrument for generell statlig sparing, og er i motsetning til tradisjonelle pensjonsfond ikke øremerket til særskilte forpliktelser, jf. avsnitt 1.1. Med utsikter til fortsatt store petroleumsinntekter og en ansvarlig finanspolitikk der en begrenser fondets utgifter til forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland på lang sikt, vil fondet ha en svært lang investeringshorisont. Videre er kapitalen i fondet basert på løpende inntekter fra petroleumsvirksomheten, og staten foretar ikke låneopptak for å tilføre fondet kapital. Fondet står også i liten grad overfor kort-siktige likviditetskrav. I utgangspunktet vil fondet derfor ha en høyere risikobærende evne enn andre fond det er naturlig å sammenlikne seg med.

Det er bred politisk oppslutning om at fondet skal forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko, slik at også framtidige generasjoner kan få mest mulig nytte av formuen. Statens pensjonsfond skal derfor ha bred risikospredning og en klar finansiell målsetting. Den brede politiske oppslutningen om investeringsstrategien i fondet gir en demokratisk forankring og er et viktig bidrag til at en faktisk kan holde fast ved investeringsstrategien over tid.

Målsettingen om at fondet er en finansiell invester gjelder både for Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Investeringsuniverset for utenlandsdelen av fondet er vesentlig videre enn for Pensjonsfondet – Norge,

som i hovedsak er plassert i det norske verdipapirmarkedet. At Folketrygdfondet som forvalter av fondets midler er en stor aktør i et relativt lite kapitalmarked, kan legge enkelte begrensninger på muligheten for store skift i porteføljens sammensetning over kort tid.

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utvikles med sikte på å gjøre samlet avkastning av fondets midler størst mulig, hensyn tatt til politiske myndigheters holdning til risiko (bl.a. markedsrisiko og operasjonell risiko), eventuelle beskrankninger som følger av fondets størrelse og særpreg, beskrankninger som følger av fondets etiske retningslinjer, og grunnleggende styringsprinsipper.

Oppfatningen av markedenes funksjonsmåte

En robust investeringsstrategi må bygge på grunnleggende holdninger og antakelser om hvordan finansmarkedene fungerer. Teorien om effisiente finansmarkeder var allment akseptert på 1970-tallet. Her ble det lagt til grunn at ny informasjon reflekteres raskt i prisene på finansielle aktiva og at prisene gjennomgående er «riktige». Siden har teorien blitt utfordret gjennom studier av historisk avkastning som har avdekket avvik fra effisiens. Om slike funn kan utnyttes til å forutse markedsbevegelser i framtiden slik at en kan oppnå en høyere risikojustert avkastning enn ellers, er imidlertid fortsatt usikkert.

Den type endringer i fondets investeringsstrategi som legges fram for Stortinget er underlagt en lang beslutningsprosess som sikrer en robust strategi. Fondets størrelse setter også begrensninger for hvor raskt en kan gjennomføre store skift i fondets sammensetning uten at markedspåvirkning påfører fondet store transaksjonskostnader. Endringer i fondets overordnede investeringsstrategi vil derfor ikke være basert på en forventning om at en på forhånd vil kunne identifisere tidspunkter der markeder eller segmenter i ettertid framstår som «billige» eller «dyre». Muligheten for at det kan eksistere strategier som gir lønnsomme avvik fra referanseporteføljen er samtidig konsistent med at det er lagt til rette for en viss grad av aktiv forvaltning i Norges Bank og Folketrygdfondet. Aktiv forvaltning vil i sin natur ha som utgangspunkt at det eksisterer feilprising og at en gjennom god forvaltning kan skape høyere avkastning enn markedsavkastningen.

Videre er det i tråd med allment akseptert teori og praksis at det kan forventes en høyere gjennomsnittlig avkastning på aksjer enn på plasserin-

ger i rentebærende instrumenter fordi risikoen i aksjer er høyere. Størrelsen på denne meravkastningen er imidlertid usikker.

Dersom avkastningen mellom ulike markeder og markedssegmenter ikke beveger seg i takt, kan en ved å spre investeringene på flere markeder og markedssegmenter få et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko enn ellers. Dette er bakgrunnen for at referanseporteføljen for Statens pensjonsfond er spredt på et bredt utvalg av geografiske regioner, land, sektorer og selskaper.

Erfaring viser at valg og styring av forvalter er av større betydning dersom deler av investeringene foretas i mindre likvide markeder, der det ikke er lett å omsette verdipapirer uten å påvirke prisene. Normalt vil en investor relativt enkelt kunne oppnå markedsavkastning i likvide markeder, mens resultatene i forvaltningen i lite likvide markeder i vesentlig større grad vil avhenge av forvalters dyktighet. Når deler av Pensjonsfondets plasseringer flyttes fra likvide til mindre likvide markeder, vil kvalitet på styringssystemer og utforming av insentiver, for eksempel knyttet til honorarer, derfor måtte tillegges større vekt.

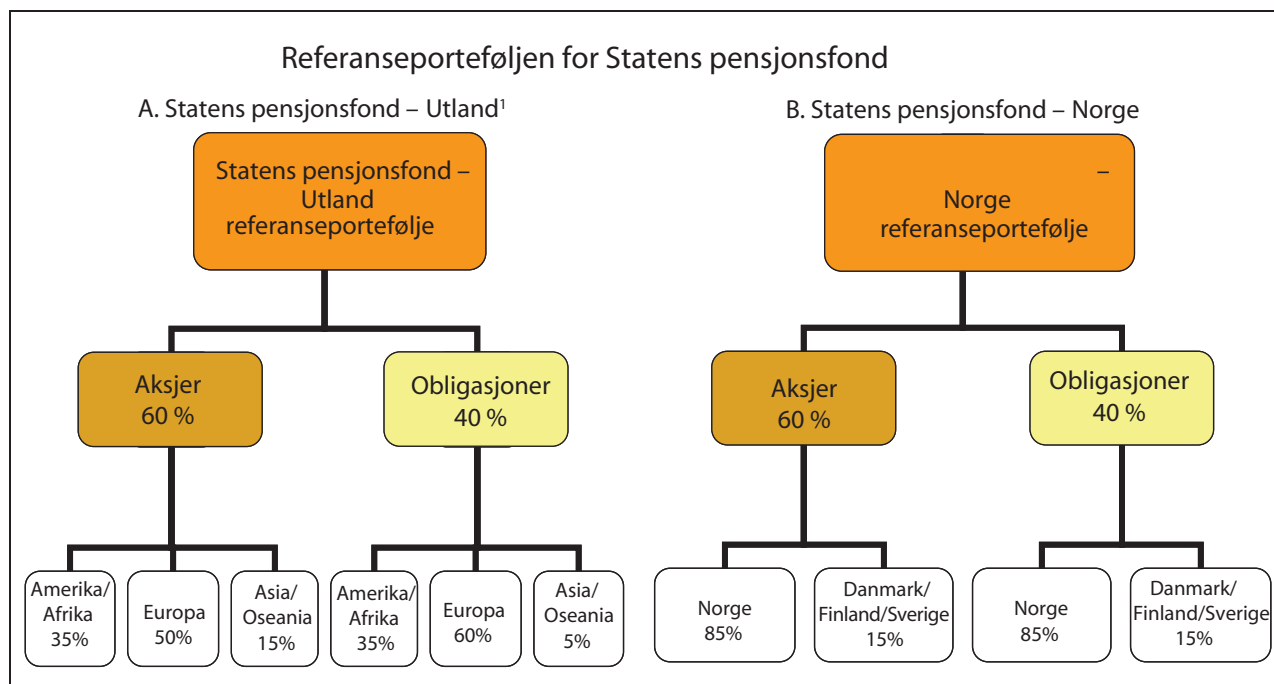
1.3.2 Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond

Statens pensjonsfond er i hovedsak investert i børsnoterte aksjer og obligasjoner med høy kre-

dittkvalitet. Aksjeinvesteringer representerer eierandeler i produksjon av varer og tjenester, og verdien av investeringene vil derfor bl.a. reflektere forventninger om bedriftenes framtidige overskudd. Obligasjonsinvesteringer er investeringer i omsettbare lån som utsteder på et gitt tidspunkt skal innløse sammen med en på forhånd fastsatt rente.

Finansdepartementet har fastsatt en langsiktig investeringsstrategi som medfører at andelen som skal investeres i ulike aktivaklasser og geografiske regioner kan fastsettes etter vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. Investeringsstrategien bygger på at bidrag til risikospredning i investeringene bedrer den risikojusterte avkastningen. Det er derfor lagt vekt på en bred representasjon av verdens aksje- og obligasjonsmarkeder i den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastsatt for Statens pensjonsfond, jf. figur 1.8. Indeksene som fondets referanseportefølje består av inneholder representative utvalg av verdipapirer, og utviklingen i disse reflekterer i stor grad markedsutviklingen i landene. Referanseindeksen for aksjer i Statens pensjonsfond – Utland inneholder knapt 7 000 selskaper fordelt på 27 land, mens referanseindeksen for obligasjoner inneholder vel 9 800 obligasjoner fordelt på valutaene til 21 land.

Det følger av Finansdepartementets retningslinjer at Norges Bank og Folketrygdfondet har an-



Figur 1.8 Strategisk referanseportefølje for Statens pensjonsfond

¹ Aksjeandelen i Pensjonsfondet – Utland er vedtatt økt til 60 pst., og er nå under opptrapping til dette nivået.

ledning til å investere i flere verdipapirer og instrumenter enn de som inngår i fondets referanseportefølje. Samtidig er det fastsatt en øvre grense for tillatt risikoavvik i den aktive forvaltningen. Ved å foreta investeringer i verdipapirer og instrumenter som ikke omfattes av referanseporteføljen, og ved å investere andre andeler av fondet i enkelte verdipapirer enn det som følger av referanseporteføljen trekker Norges Bank og Folkestrygdfondet på rammen for risikoavvik for å oppnå en meravkastning.

Beregninger i kapittel 2 viser at 90–95 pst. av avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland har vært bestemt av de valg Finansdepartementet har gjort ved sammensetningen av referanseporteføljen, mens de resterende 5–10 pst. er bestemt av de investeringsvalg Norges Bank har foretatt innenfor de retningslinjene som departementet har fastsatt. Disse beregningene viser videre at rundt 99 pst. av svingningene i Statens pensjonsfond – Utlands avkastning kan tilskrives valget av referanseportefølje, slik at Norges Banks investeringsbeslutninger nesten ikke har bidratt til å øke samlet risiko i fondet.

1.3.3 Endringer i retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland

Statens pensjonsfond – Utland har vokst raskt siden fondet første gang ble tilført midler i 1996, jf. figur 1.4. I løpet av de siste ti årene har fondet vokst til å bli et av verdens største fond. Basert på framskrivninger i Nasjonalbudsjettet 2008 er det anslått at markedsverdien vil nesten dobles fram til inngangen til 2012, til om lag 3 500 mrd. kroner. Fondskapitalen har blitt vesentlig større enn det en så for seg i årene etter at de første fondsavsettningene ble gjort.

Det har vært en gradvis utvikling av investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland. Fondet har investert i aksjer fra 1998. I 2000 ble framvoksende markeder inkludert i referanseporteføljen for aksjer, mens referanseporteføljen for obligasjoner ble utvidet i 2002 med ikke-statsgaranterte obligasjoner (dvs. kredittobligasjoner og obligasjoner med pantesikkerhet i fast eiendom). I 2004 ble det etablert nye etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utland. I 2006 ble investeringsuniverset ytterligere utvidet. Etter Stortingets behandling av St.meld. nr. 24 (2006-2007) ble det besluttet å inkludere segmentet for små selskaper i referanseporteføljen for aksjer og å øke aksjeandelen i referanseporteføljen fra 40 pst. til 60 pst.

Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland gjenspeiler at mange viktige strategiske valg allerede er foretatt, bl.a. når det gjelder fordelingen mellom aksjer og rentebærende instrumenter, bredden i aksje- og renteporteføljene og risikorammen for aktiv forvaltning. Disse beslutningene har etablert et nivå på markedsrisikoen i fondet. Framover vil departementets arbeid med videreutvikling av investeringsstrategien ta utgangspunkt i hvordan en kan oppnå en ytterligere forbedring av bytteforholdet mellom avkastning og risiko ved å spre investeringene ytterligere og å utnytte fondets særpreg bedre uten vesentlige endringer i det samlede risikonivået. Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland vil i tråd med dette videreutvikles gjennom flere og mindre beslutninger. Noen av disse beslutningene vil være av mer teknisk og operasjonell karakter, slik som spørsmålet om innfasing av økt aksjeandel, utforming og etablering av styringssystemer for nye aktivaklasser (for eksempel eiendom) mv. Andre beslutninger vil kunne innebære mindre justeringer i investeringsstrategien, slik som adgang til å investere i planlagt noterte aksjer (se nedenfor), men uten at dette endrer vesentlig på fondets samlede risikonivå eller kommer i konflikt med fondets etiske retningslinjer. Etter departementets vurdering vil denne typen beslutninger ligge innenfor de overordnede rammer for forvaltningen av fondet som er forankret gjennom stortingsbehandling. I tråd med tidligere praksis vil Stortinget bli holdt orientert om mindre endringer i retningslinjene gjennom rapportering i de årlige meldingene om fondets virksomhet, eventuelt også i nasjonalbudsjettene. Beslutninger om endringer i investeringsstrategien av større omfang, og som forventes å ha vesentlig betydning for fondets risiko, vil bli lagt fram for Stortinget før eventuelle endringer blir iverksatt.

Kildene til avkastning av Statens pensjonsfond – Utland har fram til nå særlig knyttet seg til at en gjennom å eie aksjer og obligasjoner har kunnet høste avkastning ved å ta markedsrisiko i relativt likvide markeder. Videre er fondets referanseportefølje gradvis blitt utvidet og mer diversifisert samtidig som investeringsuniverset er utvidet og det er gitt større frihetsgrader i den aktive forvaltningen. I forvaltningen av fondet er det med unntak av 2007 oppnådd meravkastning gjennom aktiv forvaltning i alle år siden 1998, og med et begrenset bidrag til fondets samlede risiko.

Det er naturlig at arbeidet med investeringsstrategi framover innrettes mot å utvikle en strategi som best mulig utnytter fondets særpreg.

Naturlige former for videreutvikling av investeringsstrategien kan være:

- ytterligere risikospredning, for eksempel ved å inkludere flere land eller aktivaklasser i fondets referanseportefølje. Det vises i denne sammenheng til at det i denne meldingen legges opp til å inkludere nye framvoksende markeder i fondets referanseportefølje for aksjer.
- å vurdere investeringer som drar fordel av fondets størrelse, kredittverdighet, langsiktighet, og evne til å holde mindre omsettelige eiendeler. Det er særlig naturlig å vurdere endringer i strategien som kan gi en kompensasjon i form av noe høyere forventet avkastning i bytte mot redusert omsettelighet (likviditet). Investeringer i unotert eiendom, slik det legges opp til i denne meldingen, kan være et eksempel på en tilpasning av strategien som både gir bedre risikospredning og mulighet til å høste likviditetspremier over tid.

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

En forutsetning for arbeidet med å videreutvikle strategien vil være behovet for betryggende rammer for annen type risiko enn markedsrisiko, som operasjonell risiko. Med operasjonell risiko menes her risikoen for økonomiske tap eller tap av omdømme som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Et annet krav vil være behovet for rammer for aktiv forvaltning der det stimuleres til ønsket risikotaking hos den operative forvalteren. Oppfølgingen av den operative forvaltningen skal, som i dag, bidra til at interessene til forvaltere og andre motparter er sammenfallende med formålet med fondets overordnede investeringsstrategi. Det er også en forutsetning at de etiske retningslinjene skal følges.

I denne meldingen legges det opp til endringer i investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland knyttet til eiendomsinvesteringer, framvoksende markeder og eierandelsbegrensningen. Nedenfor gis en kort omtale av endringene, som er nærmere begrunnet i kapittel 3.

Eiendomsinvesteringer

Eiendomsinvesteringer gir eierinteresser i tomter, bygninger eller deler av bygninger. Investeringer i fast eiendom inkluderer for eksempel kontorbygg, kjøpesentre, industribygg og boligkomplekser. Det er to måter å investere i eiendom på. Direkte investeringer innebærer at investor kjøper eiendom uten mellomledd, mens indirekte investeringer innebærer at investor kjøper en andel i et fond eller aksjer i eiendomsselskap som igjen investerer direkte i et sett av eiendommer. En indirekte investering kan også være organisert gjennom felles kontrollert virksomhet («joint-venture»).

Historiske avkastningstall for eiendomsmarkedet er av dårligere kvalitet enn for aksje- og obligasjonsmarkedet. Resultatene fra slike analyser bør derfor tolkes med varsomhet. Tilgjengelige historiske data viser at avkastning av eiendomsinvesteringer har vært noe høyere enn for obligasjoner, men lavere enn for aksjer. Historiske data viser videre at risikoen knyttet til eiendomsinvesteringer ligger mellom risikonivået for aksje- og obligasjonsinvesteringer. Kostnader knyttet til forvaltning av en eiendomsportefølje er høyere enn i både aksjer og obligasjoner. Merkostnaden knyttet til eiendomsinvesteringer vurderes likevel som mindre enn de positive effektene slike investeringer forventes å ha for et fonds avkastning og risiko. Disse positive effektene henger sammen med hvordan avkastningen i eiendom samvarierer med avkastningen i aksje- og obligasjonsmarkedet. Basert på tilgjengelige data, er det godt belegg for å hevde at samvariasjonen mellom avkastningen på eiendom og henholdsvis aksjer og obligasjoner er begrenset, særlig på kort og mellomlang sikt. Eiendomsinvesteringer vil derfor kunne bidra til bedre spredning av risikoen i fondet.

Basert på tilrådingene fra Norges Bank, Strategirådet og egne analyser legger departementet opp til at inntil 5 pst. av kapitalen i Statens pensjonsfond – Utland investeres i fast eiendom. Investeringene i eiendom motsvares av en reduksjon av andelen obligasjonsinvesteringer. Denne endringen forventes å kunne bidra til å bedre fondets samlede avkastnings- og risikoprofil gjennom en bedre spredning av fondets risiko, avkastningsbidrag som følge av illikviditet i unoterte eiendomsinvesteringer og aktiv forvaltning.

Virkningen av denne endringen på fondets samlede risiko og avkastning vil avhenge av hvordan eiendomsinvesteringene gjennomføres. Observasjoner av faktiske investeringer i andre store fond internasjonalt viser at porteføljene består dels av in-

vesteringer i eksisterende bygg med relativt forutsigbare konstantstrømmer og dels av investeringer i utviklingsprosjekter med mindre forutsigbare utfall. I begge tilfeller vil avkastningen dels reflektere utviklingen i det underliggende eiendomsmarkedet og dels dyktighet i aktiv forvaltning. En annen observasjon er at investeringene er lagt opp som egenkapitalinnskudd i belånte eiendommer. Dette gjør risikoegenskapene til investeringen mer sammenliknbare med aksjeinvesteringer. En portefølje av belånte eiendommer, for eksempel gjennom unoterte fondsinvesteringer, vil kunne gi et større bidrag til forventet avkastning i fondet enn en portefølje av eiendommer uten belåning. Samtidig vil porteføljen av belånte eiendommer også gi et noe større bidrag til fondets samlede risiko. Med en andel i eiendom på 5 pst. og begrenset samvariasjon med aksjer og obligasjoner, vil økningen av fondets samlede risiko likevel være begrenset, selv med en viss belåning av eiendommene i porteføljen.

Det vil ta mange år å bygge opp en eiendomsportefølje. Selv en andel på 5 pst. av fondet vil innebære en stor investering sett i forhold til markedets størrelse og likviditet. Hensynet til både avkastning og transaksjonskostnader taler derfor for at porteføljen bygges opp over mange år. Samtidig vil en gradvis oppbygging redusere risikoen for å gå inn i markedet på et tidspunkt som senere viser seg å være ugunstig. Det skal bygges opp spesialisert kompetanse for forvaltningen av eiendom, og det vil ta tid å etablere styringssystemer mv.

Hoveddelen av investeringene forventes å skje gjennom unoterte instrumenter. Det skaper utfordringer knyttet bl.a. til måling av avkastning og risiko. Før de planlagte investeringene i fast eiendom kan starte opp, må det finnes løsninger på flere styringsmessige utfordringer. Departementet skal nå definere et investeringsmandat som spesifiserer avkastningskrav, risikorammer og rapporteringskrav. En vil legge vekt på å finne løsninger som gir riktige insentiver til forvalter, både når det gjelder avkastning, risiko og kostnader knyttet til forvaltningen av eiendom. Departementet legger opp til at det kan bli aktuelt å begynne oppbyggingen av en eiendomsportefølje i løpet av 2008 dersom det er funnet tilfredsstillende løsninger på disse forholdene. Departementet vil holde Stortinget orientert om framdriften i dette arbeidet gjennom rapportering i nasjonalbudsjettene og de årlige meldingene om forvaltningen av Statens pensjonsfond.

Fondets etiske retningslinjer vil gjelde også for investeringer i nye aktivaklasser som eiendom. Basert på en tilråding fra Etikkrådet og egne vurde-

ringer har departementet kommet til at utleie av eiendom til selskaper som er utelukket på bakgrunn av de etiske retningslinjene, normalt ikke vil kvalifisere for uttrekk fra fondet. Utelukkelse må således vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle.

Utforming og drift av bygninger har stor innvirkning på miljøet, og anslag viser at årlige CO₂-utslipp fra bygningssektoren utgjør omlag 25 pst. av verdens samlede utslipp. Departementet legger opp til at det i mandatet for eiendomsinvesteringer stilles krav om at forvalter skal delta aktivt i det arbeidet som foregår internasjonalt med å utvikle særlige miljøhensyn.

Departementet vil i retningslinjene for investeringer i eiendom legge begrensninger på hvor unoterte eiendomsfond og -selskaper som Statens pensjonsfond – Utland investerer i kan være etablert. Fond og selskaper må være etablert i land som enten er OECD-land, eller som Norge har skatteavtaler eller andre avtaler med som gir tilstrekkelig innsyn, eller som Norge har inngått en særskilt «Tax Information Exchange Agreement» (TIEA) med bygd på OECDs modell. I tillegg kan ikke landet være listet som «usamarbeidsvillig jurisdiksjon» av OECD. Det etableres på denne måten strengere regler enn for noe annet fond departementet kjenner til.

Utstrakt bruk av særregler vil kunne begrense tilgangen på dyktige eksterne forvaltere, noe som i så fall vil svekke evnen til fullt ut å utnytte avkastnings- og risikoegenskapene knyttet til eiendomsinvesteringer i fondet. I sin ytterste konsekvens vil omfattende bruk av særregler kunne gi grunnlag for å revurdere beslutningen om å investere i eiendom.

Eiendomsinvesteringer er nærmere omtalt i kapittel 3. Det vises også til omtale av eiendomsinvesteringer i Statens pensjonsfond – Utland i St.meld. nr. 1 (2007–2008) Nasjonalbudsjettet 2008.

Framvoksende markeder

Aksjeporteføljen i Statens pensjonsfond – Utland er bredt diversifisert over både regioner og land. Et viktig formål med denne diversifiseringen er å oppnå eksponering mot aksjemarkedene globalt for derigjennom å oppnå et best mulig bytteforhold mellom avkastning og risiko for fondet. Eksponeringen i referanseporteføljen mot framvoksende aksjemarkeder har hittil vært begrenset til et forholdsvis lite antall markeder.

Framvoksende obligasjonsmarkeder skiller seg fra framvoksende aksjemarkeder langs flere

dimensjoner. Markedene er lokalisert i lavinntektsland og den investerbare delen av markedet har begrenset størrelse relativt til bruttonasjonalinntekten i landet. Det eksisterer (børsnoterte) framvoksende aksjemarkeder i mellom 80 og 90 land. Store indeksleverandører internasjonalt (bl.a. FTSE som er leverandør av indekser til Statens pensjonsfond – Utland), definerer markedene i langt de fleste av disse landene som ikke investerbare for internasjonale porteføljeinvestorer. Følgende kriterier brukes som et utgangspunkt i vurderingen av å inkludere et land i indeksuniverset til FTSE:

- markedet må være åpent for direkte aksjeinvesteringer fra utenlandske investorer,
- data (aksjepriser, antall aksjer mv.) må være tilgjengelig innenfor rimelige tidsfrister,
- investorer kan ikke være underlagt betydelige valutarestriksjoner,
- det må være stor interesse blant internasjonale investorer for å investere i markedet, og
- markedet må ha tilfredsstillende likviditet.

FTSE deler inn de ulike markedene i utviklede markeder, avanserte framvoksende og sekundære framvoksende markeder etter følgende sett av kriterier; datakvalitet, fri flyt av valuta, nasjonalinntekt pr. innbygger, markedets bredde (antall aksjeselskaper), markedets dybde (antall sektorer), kvalitet i prising av verdipapirer, aksjemarkedets størrelse relativt til landets brutto nasjonalprodukt og restriksjoner på utenlandsk eierskap. Effektiviteten i oppgjørssystemene, markedenes likviditet og modenhet, samlet markedskapitalisering og muligheten for eierskapsstyring har også betydning for klassifiseringen.

I FTSEs indeksserier inngår 48 land, hvorav aksjemarkedene i 24 av disse landene er klassifisert som utviklet (ett av disse er Norge). Fra sommeren 2008 oppgraderer FTSE aksjemarkedet i Israel til gruppen for utviklede markeder. Fem av landene er kategorisert som avanserte framvoksende markeder. Aksjemarkedene i Ungarn og Polen vil bli inkludert i denne gruppen fra sommeren 2008. De resterende 16 markedene inngår i gruppen sekundære framvoksende markeder.

De kriteriene som FTSE legger til grunn for å inkludere land i sitt indeksunivers, vil bidra til objektivitet, konsistens og forutberegnlighet. Landuniversitetet i referanseporteføljen for aksjer i Statens pensjonsfond – Utland fastsettes som de samme landene som inngår i FTSEs indeksunivers. Basert på tilrådingene fra Norges Bank, Strategirådet, Etikkrådet og egne analyser legger depar-

tementet opp til å utvide referanseporteføljen for aksjer ved å inkludere samtlige av de avanserte og sekundære framvoksende aksjemarkedene, slik de til enhver tid er definert av FTSE, i referanseindeksen for fondet. Dette innebærer at alle de 16 landene som nå inngår i gruppen av sekundære framvoksende markeder vil inkluderes i fondets referanseportefølje. Framvoksende markeder vil da utgjøre totalt 10 pst. av referanseporteføljen for aksjer. Denne endringen forventes å kunne bidra til å bedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko gjennom en bedre spredning av fondets risiko. Utvidelsen vil samtidig bidra til at fondets referanseportefølje blir mer representativ i forhold til utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene. Det er gitt en nærmere omtale av slike investeringer i kapittel 3.

Departementet vil på et senere tidspunkt foreta en vurdering av framvoksende obligasjonsmarkeder.

Eierandelsbegrensningen

Eierandelsbegrensningen i forskriften om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland innebærer at investeringene ikke kan plasseres slik at fondet oppnår en eierandel på mer enn 5 pst. av de aksjene i ett enkelt selskap som gir stemmerett. Denne begrensningen på eierandelens størrelse reflekterer departementets ønske om å tydeliggjøre at fondet er en finansiell investor.

Statens pensjonsfond – Utland har god risikospredning gjennom å være investert i flere tusen selskaper internasjonalt, og gjennomsnittlige eierandeler i de ulike regionene er under 1 pst. Når eierandelsgrensen er satt noe høyere, knytter det seg primært til behovet for å gi Norges Bank handlingsrom i den aktive forvaltningen til å skape meravkastning utover avkastningen på den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastsatt. Selv små forskjeller i avkastningsrate vil på grunn av fondets størrelse kunne utgjøre store beløp over tid.

I den senere tids internasjonale debatt om såkalte statlige investeringsfond («Sovereign Wealth Funds»), har fondets klare rolle som finansiell investor vært en medvirkende årsak til at det ikke har vært gjenstand for særlig negativ oppmerksomhet eller særskilte initiativer som kan true fondets finansielle interesser, jf. avsnitt 1.6. Selv om skillet mellom «strategisk» eller «finansiell» investor ikke avhenger alene av den prosentvise eierandelen i et selskap, men heller er et resultat av hvilket mål en investor har for sine investeringer og hvordan investoren gjennom sine handlinger utnytter den innflytelsen han har, vil en eierandelsbegrensning i

seg selv bidra til å støtte opp under inntrykket av at fondet er en finansiell investor.

Spørsmålet om fastsettelse av en egnet eierandelsbegrensning innebærer en avveining mellom hensynet til en bred tillit til hovedmålsettingen om at fondet er en finansiell investor opp mot de kostnader en for lav eierbegrensning kan utgjøre for fondet dersom det leder til svakere resultater. I lys av den fortsatt sterke veksten i fondets kapital, allerede vedtatte endringer i investeringsretningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland (dvs. økningen av aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst., og utvidelsen av fondets referanseportefølje til å inkludere små børsnoterte selskaper), samt hensynet til Norges Banks aktive forvaltning, har departementet etter en samlet vurdering kommet til at eierandelsbegrensningen for aksjeinvesteringer i Statens pensjonsfond heves fra dagens 5 pst. av stemmeberettigede aksjer i børsnoterte selskaper til 10 pst., se kapittel 3 for en nærmere omtale.

Statens pensjonsfond – Utland skal fortsatt være en finansiell investor. En eierandelsbegrensning på 10 pst. i børsnoterte selskaper er fortsatt relativt lavt i forhold til mange andre fond det er naturlig å sammenlikne seg med.

Investeringer i planlagt noterte aksjer

Aksjeinvesteringene i Statens pensjonsfond – Utland er i dag begrenset til instrumenter notert på regulert og anerkjent markedsplass. Norges Bank foreslår i brev av 1. februar 2008 til Finansdepartementet at det åpnes opp for investeringer i unoterte aksjer der selskapet har søkt eller har konkrete planer om å søke om å bli notert på regulert og anerkjent markedsplass. Brevet følger som vedlegg 3 til denne meldingen.

Den foreslåtte endringen vil ikke medføre noen vesentlig endring i risikonivået knyttet til fondets samlede investeringer. En endring vil dessuten bygge på en vurdering opp mot de mål som er satt for videreutviklingen av fondets investeringsstrategi og som er nærmere omtalt ovenfor.

Departementet vil i tiden framover vurdere forslaget om å tillate investeringer i aksjer i selskaper med planer om notering på regulert og anerkjent markedsplass. Det kan bli aktuelt å åpne opp for slike investeringer i løpet av 2008. I så fall vil det være naturlig å rapportere om dette i den regelmessige rapporteringen til Stortinget i Nasjonalbudsjettet 2009 eller i den årlige meldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond våren 2009.

1.4 Etikk og eierskapsutøvelse

1.4.1 Etske hensyn i forvaltningen av Statens pensjonsfond

Etske forpliktelser

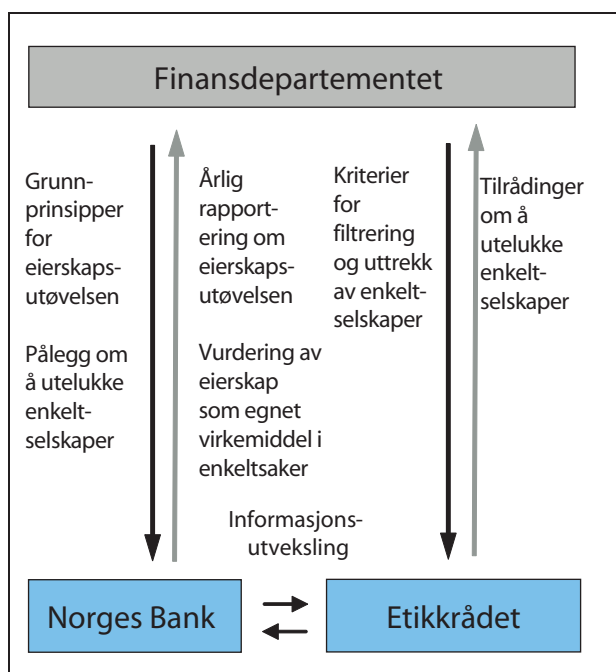
Statens pensjonsfond eies av det norske folk og kommende generasjoner av nordmenn. Den velstand som de nåværende generasjoner opplever, skaper forpliktelser. Kapitalen fra Statens pensjonsfond – Utland stammer fra statens olje- og gassinntekter. Olje- og gassreservene vil ta slutt. Siden det er tale om begrensede ressurser, er det ikke rettferdig at rikdommene bare kommer de få generasjoner til gode som tilfeldigvis opplever uttaket av dem. Verdiane må sikres for etterslekten. Slik sett vil det være et viktig etisk ansvar å sørge for at fondets eiere får god avkastning av formuen over tid. God avkastning for fondet over tid er et viktig bidrag til å sikre velferdsstaten i framtiden. Som investor har en også et medansvar for hvordan selskapene fondet er investert i opptrer, hva de produserer og hvordan de behandler omgivelsene sine. Regjeringen legger stor vekt på å ta et slikt samfunnsansvar i forvaltningen av Statens pensjonsfond. Dette vil være en viktig premisse for evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland som skal gjennomføres i inneværende år.

Evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland

Målsettingen for evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland er å sikre at retningslinjene har virket etter intensjonen, sikre bred politisk oppslutning om videre utvikling av retningslinjene, samt styrke den etiske profilen for fondet. Mye ved dagens system fungerer godt. Det er flere elementer og prinsipper en bør ta med seg videre; stor grad av åpenhet og rapportering, høy kvalitet på beslutningsgrunnlaget i de vedtak som fattes, fokus på noen særlige områder i eierskapsarbeidet, samt sikring av troverdighet og seriøsitet i alt arbeidet som gjøres.

En hovedutfordring er det videre arbeidet med å integrere etiske og finansielle hensyn i forvaltningen slik at disse hensynene virker som forutsetninger, og ikke som motsetninger, for hverandre. Skal dette arbeidet også få betydning for andre investorer må det skje på både et solid teoretisk grunnlag, og på en praktisk håndterbar måte.

Finansdepartementet arrangerte 16.-17. januar 2008 sammen med Norges Bank og Etikkrådet en internasjonal konferanse i Oslo om integrering av etiske hensyn i kapitalforvaltning, som markerer starten på prosessen knyttet til evaluering av de etiske retningslinjene. Her fikk en belyst flere av de spørsmålene og utfordringene som det er naturlig at evalueringsprosessen omhandler. Dette gjelder bl.a. spørsmålet om hvilke produkter som skal føre til automatisk utelukkelse fra porteføljen, arbeidet med aktivt eierskap, og hvordan dette best kan styrkes og synliggjøres, samt hvordan det kan spille sammen med uttrekksmekanismen, positiv utvelgelse av investeringsobjekter basert på etiske kriterier, og hvorvidt og i hvilken grad bruken av et slikt virkemiddel egner seg for Statens pensjonsfond – Utland. Det er naturlig at en i evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland også vurderer behovet for ytterligere harmonisering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Norge. Departementet legger opp til å sende et notat om de etiske retningslinjene på høring til en bred gruppe samfunnsaktører. Evalueringen av og eventuelle forslag til justeringer i de etiske retningslinjene vil bli lagt fram for Stortinget våren 2009, se nærmere omtale i kapittel 4.



Figur 1.9 Ansvarsdelingen mellom Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet i arbeidet med de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland

Kilde: Finansdepartementet

1.4.2 Arbeidet med etiske retningslinjer

Ansvarsdelingen i arbeidet med de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland

Figur 1.9 viser ansvarsdelingen mellom Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet i arbeidet med de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland. Etikkrådet har ikke en formell rolle overfor Folketrygdfondet. Finansdepartementet legger til grunn at et nordisk selskap som eies av både Statens pensjonsfond – Norge og Statens pensjonsfond – Utland, vil bli tatt ut av begge fondenes investeringsunivers dersom departementet fatter en beslutning om å utelukke selskapet.

Eierskapsarbeidet i Norges Bank

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

Norges Bank prioriterer eierskapsarbeidet høyt og har i løpet av 2007 økt ressursinnsatsen knyttet til dette arbeidet. Banken arbeider særlig med noen utvalgte satsingsområder der etikk går hånd i hånd med langsiktig finansiell avkastning. Satsingsområdene er relevante for investorer generelt og fondets portefølje spesielt, og de er egnet for dialog med selskaper eller regulerende myndigheter, noe som øker muligheten for reelt gjennomslag. Satsingene gjelder god selskapsstyring, barns rettigheter og beskyttelse av miljøet. God selskapsstyring er viktig for å sikre fondet god avkastning over tid, men det er også helt nødvendig for bl.a. å sikre at eierne blir hørt i de spørsmål som eierne er opptatt av. Som samfunnsansvarlig investor er det naturlig å være opptatt av barns rettigheter og beskyttelse av miljøet, herunder klimautfordringen, og den muligheten en har til å bidra til at disse hensynene blir ivaretatt av selskaper fondet er investert i. Målsettingen med satsingen på barnearbeid er å sikre barns rettigheter og helse innenfor verdikjeden til de selskapene der fondet er investert. På miljøområdet har banken et særlig fokus rettet mot selskapers lobbyvirksomhet hva gjelder lovgivning som kan medføre betydelige reduksjoner i utslippene av klimagasser.

Ved utgangen av 2007 hadde Norges Bank etablert eller videreført kontakt med rundt 60 selskaper om spørsmål knyttet til sosiale forhold, med

hovedvekt på barnarbeid og barns rettigheter. For å tydeliggjøre Norges Banks posisjon og forventninger innenfor dette feltet har banken utviklet dokumentet «NBIM Investor Expectations on Children's Rights». Dokumentet er basert på FNs konvensjon om barns rettigheter, samt ILOs konvensjoner om barnarbeid.

I løpet av 2007 har Norges Bank analysert over 100 selskaper i porteføljen for å identifisere de selskapene som er mest aktive i myndighetskontakt på klimaområdet. Det har blitt initiert kontakt med 20 selskaper og avholdt møter med 15 av disse. Alle er betydelige bidragsyttere til utslipp av klimagasser, og de er identifisert som sentrale lobbyaktører. I dialogen med selskapene har Norges Bank lagt vekt på teknologiutvikling og tilpasning til nye utslipps- og avgiftsregimer, i tillegg til selskapenes posisjonering i myndighetskontakten. Norges Bank sluttet seg nylig til Carbon Disclosure Project (CDP). CDP er en uavhengig, non-profit organisasjon som har som formål å samle inn og publisere informasjon om bedrifters utslipp av drivhusgasser, og annen informasjon knyttet til bedrifters håndtering av klimagassproblematikk. Ved å knytte seg til prosjektet oppfordrer Norges Bank til større åpenhet i arbeidet for å redusere utslipp.

Eierskapsarbeidet i Folketrygdfondet

Folketrygdfondet har ansvaret for utøvelsen av eierrettigheter i Statens pensjonsfond – Norge. Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser.

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter i Statens pensjonsfond – Norge, der det overordnede målet med eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser. For å ivareta at porteføljen i størst mulig grad bidrar til å fremme en langsiktig verdiskaping, har Folketrygdfondet definert etiske prinsipper for investeringsvirksomheten som en integrert del av retningslinjene for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse. God eierstyring og selskapsledelse skal ivareta eiernes og andre interessenters rettigheter i forhold til selskapene, samt sikre at styringsmekanismene i selskapene fungerer hensiktsmessig.

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

fondet har eierinteresser i. Høsten 2006 sendte Folketrygdfondet ut spørreskjema til 41 norske selskaper Statens pensjonsfond – Norge har eierinteresser i, knyttet til integrering og håndtering av miljø og sosiale hensyn. Spørreundersøkelsen og Folketrygdfondets samlede vurdering av de etiske aspektene ved selskapenes ledelse og praksis tegner et gjennomgående positivt bilde av oppmerksomhetsnivå, standarder og praksis hos selskapene som har besvart undersøkelsen.

Fra og med 2007 utgir Folketrygdfondet en egen eierskapsrapport, som ledd i en utvidet rapportering omkring eierskapsarbeidet.

Utelukkelse av selskaper

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

- negativ filtrering for å fange opp selskaper som produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, og
- ad hoc uttrekk av enkeltelskaper hvis en investering utgjør en uakseptabel risiko for medvirkning til handlinger eller unnlatelser som anses som grovt uetiske.

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

Pr. i dag er 27 selskaper utelukket fra fondets investeringsunivers. 20 av selskapene er utelukket fordi de medvirker til produksjon av inhumane våpentyper. De resterende 7 selskaper er utelukket for å unngå en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til henholdsvis grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene og alvorlig miljøskade.

Særlig om investeringer i Burma (Myanmar)

I lys av den forverrede situasjonen i Burma har Etikkrådet og Norges Bank vært særlig oppmerksomme på selskaper med aktivitet der. Finansdepartementet mottok brev fra Etikkrådet 11. oktober 2007 hvor rådet gjør rede for sine vurderinger av risikoen for at fondet kan sies å bidra til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighe-

tene gjennom sine investeringer i selskaper med aktivitet i Burma. Etikkrådet har varslet mulige tilrådinger om utelukkelse av selskaper som inngår kontrakter om bygging av omfattende infrastrukturprosjekter i landet. Slike byggeprosjekter vil etter alt å dømme innebære en uakseptabel risiko for framtidig medvirkning til brudd på menneskerettigheter. I 2007 har Norges Bank kontaktet 10 selskaper i porteføljen for å stille spørsmål om deres aktivitet i landet. Dette er selskaper som kan stå i fare for å medvirke til menneskerettsbrudd eller utsette seg for annen type risiko. Norges Bank har lagt opp til dialog med disse selskapene for å sikre at en har best mulig informasjon om situasjonen.

Med bakgrunn i EUs og andre lands tiltak mot Burma, besluttet Regjeringen våren 2007 å endre retningslinjene for fondet slik at Norges Bank eksplisitt avskjæres fra å investere Pensjonsfondets kapital i obligasjoner utstedt av staten Burma. Denne beslutningen utfyller ordningen med å utelukke aksjer og obligasjoner utstedt av bestemte selskaper. I november 2007 sluttet Norge seg til utvidede internasjonale tiltak som bl.a. rammer visse typer investeringer i Burma. Dette gjelder forbud mot finansiering av og nye erverv eller utvidelser av kapitalinteresser i listeførte burmesiske statseide foretak og forbud mot finansiering av og investeringer eller deltakelse i listeførte burmesiske foretak som er engasjert i utvinning av tømmer, metaller, mineraler og edelstener. Forbudene rammer i overkant av 1 200 burmesiske foretak. Statens pensjonsfond – Utland har ikke og skal heller ikke i framtiden ha beholdninger i noen av disse selskapene.

Regjeringen legger opp til at fondet ikke skal investeres i selskaper som selger våpen og våpenteknologi til regimer som står oppført på listen over de lands statsobligasjoner Statens pensjonsfond – Utland er avskåret fra å investere i. Dette betyr at fondet ikke skal investere i selskaper som selger våpen til det burmesiske regimet. En foreløpig gjennomgang indikerer at det ikke er slike selskaper i fondets portefølje nå. Etikkrådet for fondet vil overvåke selskapene i porteføljen med tanke på å avdekke hvorvidt fondet i framtiden kan stå i fare for å ha slike investeringer og eventuelt avgi tilråding til Finansdepartementet om at aktuelle selskaper utelukkes.

1.5 Utvikling og oppfølging av rammeverket for forvaltningen

1.5.1 Risikobasert oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland

Kapitalen i Statens pensjonsfond vokser raskt. Samtidig er investeringsstrategien for fondet i stadig utvikling. Det skjer i tillegg store omlegginger av tilsynet med risikostyringen i finansforetak som følge av nye regler både i Europa (EU-direktiv) og globalt (Basel II). Departementet ser det som en viktig oppgave å påse at rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond løpende tilpasses denne utviklingen.

Departementets retningslinjer for hvordan midlene skal investeres bestemmer langt på vei Pensjonsfondets forventede avkastning og risiko. Norges Banks aktive forvaltning har også gitt et betydelig bidrag til fondets totalavkastning, men risikoen som tas i den aktive forvaltningen har i liten grad økt fondets samlede markedsrisiko utover det som følger av referanseporteføljen. Departementet har fastsatt en øvre grense for tillatt risiko i den aktive forvaltningen. Risikorammen er gitt på fondsnivå, og departementet har ikke fastsatt spesifikke risikorammer for de enkelte delporteføljene. En viktig del av den aktive forvaltningen i Norges Bank består i å vurdere hvordan den overordnede risikorammen best kan fordeles på ulike strategier og mandater.

Finansdepartementet vedtok å utvide investeringsuniverset for Statens pensjonsfond – Utland med virkning fra 1. januar 2006, jf. omtale i Nasjonalbudsjettet 2006. Utvidelsen innebærer økte frihetsgrader for Norges Bank i den aktive forvaltningen. Som en naturlig del av utvidelsen av investeringsuniverset ble det stilt strengere krav til Norges Bank knyttet til risikostyring, verdivurdering, avkastningsmåling og rapportering. Departementets krav til styring av risiko (dvs. markeds-, motparts- og operasjonell risiko) er basert på overordnede prinsipper som tilsier at Norges Bank skal følge «beste markedspraksis» og «internasjonalt anerkjente standarder».

Departementet varslet i forbindelse med utvidelsen av investeringsuniverset at det ville bli innført en risikobasert oppfølging av Norges Banks kapitalforvaltning. I Nasjonalbudsjettet 2006 heter det bl.a.:

«Norges Bank driver spesialisert forvaltning. Departementet skal gjennom å stille krav til rapportering lettere kunne identifisere områ-

der der en ved hjelp av ekstern ekspertise kan evaluere Norges Banks overholdelse av påleggene i rammeverket. Departementet legger opp til regelmessige, omfattende gjennomganger av forvaltningen og spesielt risikostyringen til Norges Bank i samarbeid med konsultantselskaper med egnet spesialkompetanse. Departementet vil i egnede dokumenter rapportere om dette til Stortinget».

I perioden 2006-2007 er det gjennomført et første prosjekt knyttet til oppfølgingen av Norges Banks kapitalforvaltning basert på de nye kravene i rammeverket. Etter en forutgående anbudskonkurranse valgte Finansdepartementet en internasjonal gruppe fra selskapet Ernst & Young LLP (London/Zürich/New York) til å gjennomgå risikostyringen og kontrollrutinene i Norges Bank.

Pensjonsfondets særpreg, bl.a. knyttet til at fondet er et instrument for generell statlig sparing og vektleggingen av at det skal være bred politisk enighet om investeringsstrategien, medfører at Statens pensjonsfond – Utland avviker fra andre store fond når det gjelder tilflyt av kapital og organiseringen av forvaltningen. Disse avvikene medfører at det i utgangspunktet kan være vanskelig å definere en relevant sammenlikningsgruppe for fondet.

Med bakgrunn i de frihetsgrader som er gitt Norges Bank i den aktive forvaltningen og bankens utstrakte bruk av internasjonale kapitalforvaltere, finner departementet det naturlig å legge beste praksis blant store internasjonale kapitalforvaltere og investeringsbanker til grunn for operasjonaliseringen av kravene til risikostyring og kontroll i rammeverket. Ernst & Young har derfor lagt dette til grunn ved utarbeidelsen av en hensiktsmessig referanseramme for evaluering av risikostyringen og kontrollrutinene i Norges Bank. I rapporten fra Ernst & Young er det beskrevet hvordan risikostyringen i ledende finansinstitusjoner internasjonalt er organisert, hvilke hovedområder som inngår, og prinsipper for beste praksis innenfor hvert hovedområde. Dette er utdypet i kapittel 5.

Ernst & Young peker på at Norges Bank er blitt tildelt en meget kompleks oppgave. Bankens oppdrag består i å bygge opp en profesjonell forvaltningsorganisasjon for et fond som vokser raskt, der investeringsuniverset gradvis blir utvidet, og der det anvendes stadig mer sofistikerte strategier i den operative forvaltningen for å oppnå meravkastning. I rapporten vises det til at Norges Bank har levert konsistent gode finansielle resultater innenfor risikorammen som departementet har fastsatt.

Ettersom formålet med departementets sammenlikning av Norges Banks risikostyring med beste markedspraksis blant finansinstitusjoner internasjonalt bl.a. var å identifisere områder innenfor den operative forvaltningen som eventuelt avviker fra beste praksis, er anbefalingene i rapporten først og fremst fokusert på områder med potensielle for forbedring. Anbefalingene i rapporten omfatter fem områder: I) overordnet styringsstruktur, II) operasjonell risiko, III) markedsrisiko, IV) kredittrisiko samt V) verdivurdering og avkastningsmåling, jf. kapittel 5.

Det framgår av rapporten fra Ernst & Young og Norges Banks kommentarer til denne, at Norges Bank i tidsrommet 2006-2008 har gjennomført, eller holder på å gjennomføre, en rekke prosjekter for å videreutvikle bankens risikostyring:

- opprettelse av en revisjonskomité for hovedstyret,
- opprettelse av en egen internrevisjon,
- styrking av ekstern revisjon gjennom samarbeid med revisjonsselskapet Deloitte,
- opprettelse av lederstillingene Chief Financial Officer og Chief Risk Officer,
- vesentlig styrking av den uavhengige risikostyringsfunksjonen RPA (Risk, Performance og Accounting), og
- nytt rammeverk for operasjonell risiko, og prosjekter for implementering av nye systemer for motpartsrisiko og for prising og verifisering av posisjoner uavhengig av de som foretar investeringsbeslutninger.

Norges Bank slutter seg i det alt vesentligste til anbefalingene fra Ernst & Young. Departementet har likevel merket seg at Norges Bank ikke deler Ernst & Youngs merknad knyttet til om risikostyringen har foregått med tilstrekkelig uavhengighet i forhold til forretningsområdene for aksje- og renteforvaltning. Med virkning fra 1. mars 2008 er Norges Banks avdeling for kapitalforvaltning (NBIM, Norges Bank Investment Management) blitt reorganisert, og det er blitt opprettet en egen enhet for «Control og Compliance» (retningslinjekontroll) direkte underlagt lederen av NBIM. Departementet legger til grunn at kravet om uavhengighet i risikostyringen derfor uansett vil bli oppfylt gjennom den nye strukturen.

Norges Bank er enig i at den referanseramme Ernst & Young har lagt til grunn er et godt utgangspunkt for en videre operasjonalisering av bestemmelsene i rammeverket. Banken peker samtidig på at prinsippene må tilpasses den spesielle styringsmodellen for Norges Bank og forvalt-

Boks 1.3 Implementering av nytt rammeverk for Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge

Folketrygdfondet ble etablert som eget særlovselskap 1. januar 2008, jf. Stortingets behandling av Ot.prp. nr. 49 (2006-2007) Om lov om Folketrygdfondet. Departementet arbeidet i løpet av høsten 2007 med å implementere endringene i rammeverket for Folketrygdfondet slik det ble lagt til grunn i den nye loven. Nedenfor beskrives sentrale elementer i dette arbeidet.

Elementer knyttet til omdanningen til særlovselskap

- Departementet har i tråd med lovens § 4 fastsatt vedtekter for selskapet, jf. St.meld. nr. 1 (2007-2008) Nasjonalbudsjettet 2008, s. 135, for en nærmere beskrivelse av innholdet i vedtektene.
- Det er skutt inn egenkapital i selskapet på 20 mill. kroner, jf. lovens § 7 og Stortingets behandling av statsbudsjettet for 2008. Sett i lys av Folketrygdfondets oppgaver og ansvar, vil selskapet med dette oppfylle kravene til ansvarlig kapital for et forvaltningsselskap, som kan være et naturlig sammenlikningsgrunnlag. Det tas sikte på at Folketrygdfondet skal betale utbytte på den innskutte egenkapitalen, hvor den første utbyttebetalingen vil finne sted i 2009.
- Med hjemmel i lovens § 13 har departementet utpekt ekstern revisor for Folketrygdfondet til å foreta regnskapsrevisjon av Folketrygdfondet og av forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Ekstern revisor ble valgt etter anbudskonkurranse. Det er også inngått avtale med ekstern revisor om et attestasjonsoppdrag knyttet til å bekrefte at forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge er utført i samsvar med forskrift og retningslinjer fastsatt av departementet.

Elementer knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

- Departementet har fastsatt ny forskrift for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge med bakgrunn i at det var behov for enkelte tekniske justeringer i den tidligere forskriften, jf. forskrift 7. november 2007 nr.

1228 om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Den nye forskriften innebærer bl.a. at plasseringsrammene er formulert som prosent av markedsverdi, og hvor en referanseportefølje med ramme for tillatt risikoavvik fastsettes av departementet, slik en gjør før Statens pensjonsfond – Utland.

- Med hjemmel i § 10 i forskriften har departementet fastsatt utfyllende retningslinjer til forskriften om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, jf. vedlegg 8 til denne meldingen. Retningslinjene gir nærmere bestemmelser om bl.a. referanseporteføljen og investeringsunivers. Referanseporteføljen som departementet har fastsatt med virkning fra 1. januar 2008 bygger på de delreferanseporteføljene som Folketrygdfondet benyttet i aksje- og renteforvaltningen i 2007, slik at investeringsstrategien er videreført uten større endringer. Dette innebærer bl.a. at Oslo Børs hovedindeks er referanseporteføljen for de norske aksjeplasseringene. Øvre grense for tillatt risikoavvik mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen er satt til 3 prosentpoeng for totalporteføljen. Videre er det lagt til grunn en aksjeandel i den strategiske referanseporteføljen på 60 pst. (målt i markedsverdi), mens andelen som skal plasseres i rentebærende papirer er fastsatt til 40 pst. Retningslinjene inneholder også bestemmelser om krav til styring og kontroll av risiko, rapportering mv.
- Departementet har inngått en forvaltningsavtale med Folketrygdfondet som avtalefester forvalteroppgavene, i tråd med det som gjelder for Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland. Forvaltningsavtalen vil sammen med lov, forskrift, utfyllende retningslinjer og vedtekter regulere forholdet mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Avtalen regulerer både Folketrygdfondets og departementets plikter, bl.a. når det gjelder krav til informasjonsutveksling. I forvaltningsavtalen har en også fastsatt den godtgjøringen Folketrygdfondet skal motta for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, jf. vedlegg 8 til denne meldingen.

ningen av fondet som følger av sentralbankloven og lov om Statens pensjonsfond med forskrifter og utfyllende bestemmelser. Når Ernst & Young i liten grad har tatt hensyn til at fondet forvaltes av Finansdepartementet og at den operative forvaltningen utføres av en sentralbank, skyldes dette at departementet i utformingen av oppdraget la vekt på at Ernst & Young skulle betrakte Norges Bank som en regulær kapitalforvalter underlagt et ordinært regelverk for tilsynspliktig kapitalforvaltning slik som det praktiseres av det britiske finanstilsynet FSA. Formålet med denne utformingen av oppdraget var å belyse områder hvor Norges Banks kapitalforvaltning eventuelt avviker fra de krav som normalt stilles til private kapitalforvaltere. I den grad Ernst & Youngs prinsipper for risikostyring i private finansforetak ikke er forenlige med dagens lovregulering for Pensjonsfondet – Utland og sentralbanken, vil departementet vurdere om det er prinsippene for risikostyring eller lovverket som bør tilpasses.

Den kraftige veksten i fondets kapital, økningen i kompleksitet i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland og hensynet til god virksomhetsstyring av sentralbankoppgaver gjør det etter departementets mening nødvendig å fortsette å videreutvikle bankens styrings- og kontrollstruktur. Opprettelsen av en egen internrevisjon og samarbeidet med revisjonsselskapet Deloitte om ekstern revisjon av bankens forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland har bidratt til å styrke bankens kontroll- og tilsynsapparat. Disse tiltakene er gjennomført innenfor rammen av dagens sentralbanklov. Finansdepartementet finner det naturlig å se på endringer i sentralbanklovens bestemmelser om regnskap og revisjon slik at det blir mulig å styrke kontroll- og tilsynsapparatet ytterligere. Det tas sikte på å sende følgende forslag til endringer i sentralbankloven på høring:

Erstatte ordningen med egen sentralbankrevisjon med en ordning der representantskapet velger en ekstern revisor for Norges Bank.

- Gi adgang til å fastsette forskrift om hvilke regnskapsprinsipper Norges Bank skal følge.
- Gi regler for omfanget av revisjonen og innholdet i revisjonsberetningen eller gi departementet adgang til å fastsette forskrift om dette (i dag fastsetter representantskapet bankens revisjonsinstruks).

Det bør her vurderes om revisor, i tillegg til å foreta finansiell revisjon av regnskapet, bør få såkalte

attestasjonsoppdrag på enkelte områder, for eksempel når det gjelder vurdering av systemer for internkontroll.

Det tas sikte på å fremme forslag til en odelsingsproposisjon om endringer i sentralbankloven i løpet av høsten. For en nærmere beskrivelse vises det til kapittel 5.

1.5.2 Nytt rammeverk for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

Folketrygdfondet ble opprettet som et offentlig fond i 1967. Ved etableringen skilte en ikke klart mellom Folketrygdfondet som navnet på fondskapitalen og Folketrygdfondet som forvalter av disse midlene. 1. januar 2008 ble Folketrygdfondet etablert som særlovselskap, jf. Stortingets behandling av Ot.prp. nr. 49 (2006-2007) Om lov om Folketrygdfondet. Denne lovendringen innebærer at det formelle rammeverket for Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge nå er brakt i samsvar med den praksis som hadde utviklet seg, slik at Folketrygdfondet gjennom egen lov har fått status som selvstendig rettssubjekt.

Hovedprinsippene i den tidligere organiseringen av Folketrygdfondet er videreført i den nye loven om Folketrygdfondet, og det er ikke lagt opp til endringer i Folketrygdfondets virksomhet eller i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Det nye rammeverket innebærer en opprydning i regelverket som samtidig vil bidra til å synliggjøre skillet mellom formuesmassen Statens pensjonsfond – Norge og Folketrygdfondet som forvalter av denne formuesmassen. Formaliseringen av rammeverket innebærer også en klargjøring av ansvarsdelingen mellom departementet og Folketrygdfondets styre. Departementet fastsetter overordnede investeringsrammer, mens styret i Folketrygdfondet er ansvarlig for den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge.

Finansdepartementet arbeidet høsten 2007 med å gjennomføre endringene i rammeverket for Folketrygdfondet slik det ble lagt til grunn i den nye loven om Folketrygdfondet. Gjennomføringen av disse endringene er nærmere beskrevet i boks 1.3. I kapittel 5.8 i denne meldingen gjøres det nærmere rede for hva det nye rammeverket innebærer i form av nye krav bl.a. til risikostyring og rapportering, og håndtering av dette i tilknytning til departementets oppfølging av den operative forvaltningen.

1.6 Statlige investeringsfond

Såkalte Sovereign Wealth Funds (SWF) kan karakteriseres som statlige investeringsfond med aktiva i utenlandsk valuta, der den operative forvaltningen utføres separat fra offisielle valutareserver. SWF inkluderer fond fra bl.a. Kina, Russland, Midtøsten og Norge. Slike fond søker ofte å oppnå en høyere avkastning på investeringene ved å investere i andre aktivaklasser enn det som er vanlig ved tradisjonell forvaltning av ordinære valutareserver.

En del statlige investeringsfond er bygget opp på grunnlag av inntekter fra utvinning av naturressurser, slik som Statens pensjonsfond – Utland, mens andre fond kan reflektere akkumulasjon av utenlandsk valuta på statens hånd som resultat av valutakurspolitikk. Usikre anslag viser at slike fond samlet disponerer aktiva på 15 – 20 000 mrd. kroner, hvorav Statens pensjonsfond – Utland er et av de største.

Det har i den senere tid vært tiltagende internasjonal oppmerksomhet rundt statlige investeringsfond. Oppmerksomheten har tatt seg opp i takt med at enkelte av fondene er blitt relativt store, samtidig som utsiktene framover tilsier fortsatt betydelig vekst. I tillegg kommer at noen av fondene har gjennomført store enkeltransaksjoner som har vakt oppsikt internasjonalt. Flere finansinstitusjoner, som har vært hardt rammet av uroen i de internasjonale finansmarkedene siden sommeren 2007, har fått tilført betydelige kapitalbeløp fra statlige investeringsfond i Singapore, Midtøsten og Kina.

Enkelte vestlige land, som USA og Tyskland, har gitt uttrykk for en viss skepsis til investeringsaktivitetene til statlige fond og statsdominerte selskaper. Bekymringene knytter seg dels til muligheten for at fondene kan være et instrument for å fremme nasjonale interesser i andre lands markeder, gjennom at fondsinvesteringene styres av politiske framfor forretningsmessige målsettinger. Det er i denne sammenheng særlig frykt for kjøp av store, strategiske eierposter innen bl.a. infrastruktur og energiforsyning. Uroen for at enkelte fond opererer med ikke-kommersielle målsettinger forsterkes ytterligere ved at mange av fondene generelt sett offentliggjør lite om investeringsvirksomheten.

Et annet aspekt som har vært framhevet i debatten om statlige investeringsfond, er potensialet for negative virkninger på internasjonale finansmarkeder som følge av fondenes størrelse og manglende åpenhet, hvor frykten er at uventede,

store endringer i fondenes portefølje kan føre til markedsuro. Mangel på åpenhet kan i den sammenheng forsterke investors usikkerhet og føre til større markedsbevegelser.

Statens pensjonsfond – Utland omtales i denne sammenheng ofte positivt og som et eksempel til etterfølgelse. Nøkkelfaktorene i en slik sammenheng er en utstrakt grad av åpenhet, fondets rolle som finansiell investor med ikke-strategiske eierandeler, et mål om å maksimere fondets finansielle avkastning, et åpent og forutsigbart etisk regelverk som bygger på universielle verdier og klare ansvarslinjer mellom politiske myndigheter og den operasjonelle forvaltningen.

Det er store forskjeller mellom de ulike statskontrollerte investeringsfondene, både med hensyn til investeringsstrategi, størrelse og holdning til åpenhet om den operative forvaltningen. Flere av fondene er relativt tilbakeholdne med å gi informasjon om investeringene, noe som har ført til at det er blitt reist krav om regulering av og begrensninger på utenlandsk statlig eierskap. Proteksjonistiske holdninger har vært framtreddende i debatten internasjonalt, og har gitt opphav til bekymring om at enkeltland vil gå for langt i retning av å begrense utenlandske statlige investeringer. I den anledning har IMF og OECD blitt oppfordret til å utarbeide frivillige retningslinjer for beste praksis for henholdsvis statlige fond og mottagerland.

Økt åpenhet om investeringsvirksomheten har blitt understreket av flere land som viktig for å begrense faren for «finansiell proteksjonisme». Det har videre blitt tatt til orde for at de statlige investeringsfondene fraskriver seg retten til å utøve eierskap i selskapene de investerer i, selv om dette rent prinsipielt kan svekke det viktige arbeidet med å holde selskapsledelsen ansvarlig overfor eierne.

I debatten framheves det at statlige investeringsfond med betydelig kapital under forvaltning representerer et positivt bidrag til internasjonale finansmarkeder. Typiske fellestrekk omfatter lang investeringshorisont, lav eller ingen gjeldsbelastning og fravær av kortsiktige likviditetskrav. Dette innebærer at slike fond kan ha høy risikotoleranse og god evne til å håndtere kortsiktige markedssvingninger. Når finansmarkedene påvirkes sterkt av kortsiktige investorer, kan dermed statlige fond virke stabiliserende og bidra til bedre likviditet, også i situasjoner med finansiell uro.

Debatten internasjonalt om statlige investeringsfond understreker sterkt betydningen av en klar rolledeling mellom eier (representert ved po-

litiske myndigheter) og kapitalforvalter, og åpenhet om den operative forvaltningen. I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland legges det vekt på profesjonalitet og høy grad av åpenhet, hvor formålet er å skape høy avkastning innenfor moderat risiko. Åpenhet framheves som et virkemiddel for å skape tillit til forvaltningen, både innenlands og internasjonalt. Videre anses åpenhet om forvaltningen av store fond som et bidrag til å stabilisere de globale finansmarkedene. Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland sikter mot beste praksis internasjonalt, og prinsippene for eierskapsutøvelsen er basert på internasjonale standarder som FNs Global Compact og OECD retningslinjer for eierskapsutøvelse og fler-nasjonale selskaper.

Norge deltar aktivt i den internasjonale debatten om statlige investeringsfond, og støtter opp under arbeidet i IMF og OECD om etableringen av retningslinjer for beste praksis for så vel statlige fond som for mottagerland av investeringene. Det arbeides også med å fremme Norges synspunkter i debatten overfor aktuelle land. I den anledning understrekes det at velfungerende internasjonale finansmarkeder er i alles interesse, og at likebehandling av investorer, både private og offentlige, er et grunnleggende prinsipp i moderne finansmarkeder. Utover klart avgrensede nasjonale sikkerhetshensyn er det etter Regjeringens syn ikke grunnlag for å pålegge restriksjoner på investeringer fra statlige fond som overstiger det som gjør seg gjeldende for investorer generelt.

Del II
Nærmere om forvaltningen av
Statens pensjonsfond

2 Analyse av avkastning og risiko i forvaltningen av Statens pensjonsfond

2.1 Innledning

Når en skal evaluere resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond, er det ønskelig å skille mellom den avkastning og risiko som følger av den generelle utviklingen i markedene hvor fondet er investert, og den avkastning og risiko som skyldes de investeringsvalg som forvalter har foretatt i den aktive forvaltningen. I Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland er den overordnede investeringsstrategien uttrykt i form av en referanseportefølje fastsatt av departementet. Som det går fram av analysen nedenfor, er det departementets beslutninger om fondets investeringsstrategi som i hovedsak bestemmer både avkastning og variasjonene i fondets avkastning. I Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge fastsatte departementet fram til utgangen av 2007 strategien i form av overordnede rammer for plasseringer i aksjer og rentepapirer, mens den mer detaljerte referanseporteføljen for måling av avkastning og risiko ble vedtatt av Folketrygdfondets styre. Som følge av at det formelle rammeverket for Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge nylig ble endret, har departementet med virkning fra 1. januar 2008 fastsatt overordnede plasseringsrammer gjennom valg av referanseportefølje, slik en gjør for Statens pensjonsfond – Utland, se nærmere omtale i kapittel 1.5.

I forvaltningen av Statens pensjonsfond har Norges Bank og Folketrygdfondet anledning til å avvike fra den fastsatte referanseporteføljen for å skape meravkastning, innenfor en ramme for tillatt risikoavvik. Analysen nedenfor viser at Norges Bank i den aktive forvaltningen har skapt meravkastning i alle årene siden 1998 med unntak av 2007. Folketrygdfondets resultater i forvaltning

gen av Statens pensjonsfond – Norge viser at det er oppnådd meravkastning i perioden 1998–2007 sett under ett, men at fondets avkastning i enkelte år har vært lavere enn avkastningen på referanseporteføljen.

Målsettingen om at fondet er en finansiell investor gjelder både for Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Investeringsuniverset for utenlandsdelen av fondet er vesentlig videre enn for Pensjonsfondet – Norge, som i hovedsak er plassert i det norske verdipapirmarkedet. At Folketrygdfondet som forvalter av fondets midler er en stor aktør i et relativt lite kapitalmarked, kan legge enkelte begrensninger på muligheten for store skift i porteføljens sammensetning over kort tid.

Statens pensjonsfond har en lang investeringshorisont og en godt forankret investeringsstrategi. Kortsiktige markedsfluktuasjoner er således av mindre betydning. Dette er nærmere utdypet i kapittel 1. Departementet legger derfor i analysen vekt på resultatutviklingen i fondet over tid.

I resultatanalysen er det tatt utgangspunkt i nominelle avkastningstall, siden en ønsker å sammenlikne resultatene i forvaltningen mot avkastningen av en referanseportefølje, og det vil da ikke gi særlig mer informasjon å justere avkastningstallene med prisstigningen, se kapittel 1.2. Av hensyn til de statistiske analysene i resultatomtalen nedenfor er gjennomsnittlig avkastning av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge beregnet som et aritmetisk gjennomsnitt, basert på månedlige avkastningstall. I kapittel 1.2 var avkastningen beregnet geometrisk, i tråd med rapporterte avkastningstall i årsrapportene til Norges Bank og Folketrygdfondet.

2.2 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland¹

2.2.1 Utviklingen i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland

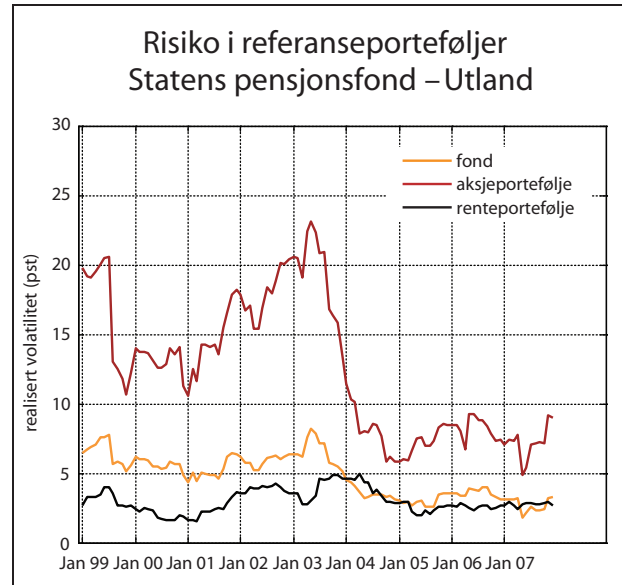
Referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland er en bredt sammensatt portefølje av aksjer og obligasjoner som er spredt over mange geografiske regioner og sektorer. Avkastningen på referanseporteføljen gjenspeiler følgelig den generelle kursutviklingen i de internasjonale verdipapirmarkedene. Den faktiske sammensetningen av referanseporteføljen består av indekser fra leverandørene FTSE og Lehman Brothers for henholdsvis aksjer og obligasjoner.²

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland kan måles både i norske kroner og i fondets valutakurv.³ Avkastningen målt i norske kroner påvirkes av hvordan kronekursen utvikler seg i forhold til de valutaene hvor fondet er investert. Dersom kronekursen i gjennomsnitt svekkes i verdi mot disse valutaene, vil avkastningen på fondet målt i kroner være høyere enn avkastningen på fondet målt i fondets valutakurv. Det skyldes at når valutaverdien av fondet regnes om til norske kroner, vil en oppnå en gevinst i kroner som følge av kronesvekkelsen. Samtidig vil variasjonene i

¹ Resultatanalysen er basert på data fra Norges bank og beregninger med i utgangspunkt i disse, gjennomført i departementet.

² Referanseporteføljen består av aksjer som inngår i indeksen FTSE Global Equity Index Series All Cap. Det benyttes en modifisert versjon av denne indeksen i forvaltningen, som dekker 27 land. Videre består referanseporteføljen av obligasjoner som inngår i indeksene Lehman Global Aggregate og Lehman Global Real. Referanseindeksen for obligasjoner dekker valutaene til 21 land.

³ Når avkastningen måles i utenlandsk valuta, vektet avkastningen i enkeltvalutaer sammen i samsvar med fondets referanseportefølje.



Figur 2.1 Risiko i referanseporteføljer til Statens pensjonsfond – Utland, målt ved rullende tolv måneders standardavvik til avkastningen på referanseporteføljen målt i lokal valuta. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

avkastningen målt i kroner normalt være større enn variasjonene i avkastningen målt i lokal valuta, noe som gjenspeiler at variasjonene i en enkeltvaluta typisk er større enn svingningene i en kurv av valutaer.⁴

Ettersom den internasjonale kjøpekraften til fondet ikke påvirkes av endringer i kronekursen, fokuseres det i resultatevalueringen nedenfor på avkastningen målt i lokal valuta. Tabell 2.1 viser at gjennomsnittlig avkastning på referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland de siste fem

⁴ Se boks 2.6 i St.meld. nr. 24 (2006-2007) for en analyse av forskjellen mellom fondets avkastning målt i lokal valuta og kroner, basert på tall for perioden 1998-2006.

Tabell 2.1 Gjennomsnittlig årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen på referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland målt nominelt i lokal valuta. Prosent

	1998–2007	2003–2007	2005–2007	2007
<i>Referanseporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,59	8,27	7,22	4,46
Standardavvik	5,02	3,66	3,30	3,30
<i>Aksjereferansen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,10	14,78	13,68	5,90
Standardavvik	13,91	9,00	8,26	9,02
<i>Rentereferansen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	4,96	3,95	3,11	4,21
Standardavvik	3,08	3,10	2,59	2,68

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

årene var 8,3 pst. målt i fondets valutakurv, som er klart høyere enn gjennomsnittsavkastningen i perioden 1998-2007 sett under ett (5,6 pst.).

Utviklingen i aksjereferansen har vært spesielt sterk de siste fem årene, med en gjennomsnittlig avkastning på nær 15 pst., som er om lag det dobbelte av gjennomsnittlig årlig avkastning i perioden 1998-2007. For referanseporteføljen for rentepapirer har avkastningen vært forholdsvis lav i samme periode (knapt 4 pst.), sammenliknet både med normalavkastningen i rentemarkedet og med avkastningen i aksjemarkedet.

Den relativt høye avkastningen på referanseporteføljen for aksjer de siste årene reflekterer økningen i aksjekursene internasjonalt i denne perioden. Samtidig har svingningene i aksjemarkedet vært relativt lave, jf. figur 2.1. Beregninger basert på avkastningsserier som strekker seg over lang tid, indikerer at normalvolatiliteten i aksjemarkedet ligger rundt 15 pst., målt ved årlig standardavvik til avkastningen.

Analysen av bidrag til risiko fordelt på aktivklasser og land, viser at utviklingen i aksjemarkedene i seks land driver det meste av variasjonen i fondets avkastning, se nærmere utdyping i boks 2.1. Dette henger nært sammen med størrelsen på disse markedene og at risikoen i aksjer er høyere enn for investeringer i rentebærende instrumenter.

Avkastningen på fondets referanseportefølje framkommer som summen av avkastningen på aksjereferansen vektet med aksjeandelen og avkastningen på rentereferansen vektet med obligasjonsandelen. Risikoen til referanseporteføljen er imidlertid lavere enn en vektet sum av risikoen i aksjereferansen og risikoen i rentereferansen, noe som reflekterer at avkastningen i aksje- og rentemarkedene i forholdsvis liten grad har samvariert. Denne effekten betegnes som en diversifiseringsgevinst, som grovt kan anslås til om lag 3 prosentpoeng.⁵

De statistiske egenskapene til avkastningsratene er av sentral betydning for resultatevalueringen, bl.a. når det gjelder spørsmålet om hvorvidt standardavviket til avkastningen er et godt mål på risiko slik at en kan knytte sannsynlighetsutsagn til dette. I boks 2.2 er dette utdypet nærmere.

Realisert volatilitet, målt ved standardavviket til avkastningen, gir en god beskrivelse av risikoen i fondets referanseportefølje dersom avkastningsratene er normalfordelt. Figur 2.3a viser de månedlige avkastningsratene til referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland plottet i et

histogram, og der en også har tegnet inn en normalfordelingskurve med samme gjennomsnittlige avkastning og risiko som i referanseporteføljen. Figuren indikerer at avkastningsratene har vært venstreskjevne og har fete haler.

Figur 2.3b viser de månedlige avkastningsratene til totalreferansen plottet inn i et såkalt QQ-plott (quantile-to-quantile). Dersom avkastningsratene er normalfordelt, vil en vente at de plottes langs en rett linje fra laveste til høyeste observerte avkastning. Figuren indikerer brudd på antakelsen om at avkastningsratene er normalfordelt, ved at de laveste observerte avkastningsratene ligger under det en forventer. Statistiske tester viser tegn til venstreskjevhet for referanseporteføljen til fondet totalt og for aksjereferansen for hele perioden sett under ett. Det er også tegn til fete haler i avkastningen på aksjereferansen for hele perioden sett under ett. Statistiske tester for normalitetsantakelsen (Jarque-Bera) viser at nullhypotesen om normalfordelte avkastningsrater kan forkastes for referanseporteføljen til fondet og for aksjereferansen for hele perioden sett under ett, men ikke for rentereferansen. En annen test for normalitet (Lilliefors) viser imidlertid at en ikke kan forkaste hypotesen om normalfordelte avkastningsrater. En samlet vurdering tilsier på denne bakgrunn at en bør være noe varsom med å basere sannsynlighetsutsagn om risikoen til totalreferansen for fondet og aksjereferansen på standardavviket.

Det er forøvrig vanlig å finne at antakelsen om normalfordelte avkastningsrater passer bedre når avkastningen måles over lengre perioder. Antakelsen passer for eksempel bedre for årlige avkastningstall enn for månedlige avkastningstall.

I utgangspunktet vil en ønske å bruke hele sannsynlighetsfordelingen til avkastningsratene for å belyse risikoen til fondets referanseportefølje. Figur 2.3c viser den empiriske kumulative sannsynlighetsfordelingen til avkastningen til referanseporteføljen og de to delreferansene. Minimumsavkastningen til fondet er beregnet til om lag -4 pst. og maksimal månedlig avkastning til rundt 3,5 pst. For aksjereferansen er spredningen betydelig større, mens den er noe mindre for rentereferansen. Figuren illustrerer at i 10 pst. av alle månedene har avkastningen til totalreferansen vært lavere enn om lag -2 pst.⁶

⁵ Se boks 2.7 i St.meld. nr. 24 (2006-2007) for en mer utførlig analyse av diversifiseringsgevinsten for Statens pensjonsfond – Utland.

⁶ Det er vanskelig å oversette disse resultatene til årseffekter, for eksempel ved å skalere månedseffektene med 12. Dette skyldes at det er lite sannsynlig å observere 12 identiske empiriske sannsynlighetsfordelinger (med mindre en antar at avkastningsratene er perfekt autokorrelert, noe som de realiserte verdiene viser at ikke er tilfelle).

Boks 2.1 Dekomponering av referanseporteføljens risiko

Risikodekomponeringer gir informasjon om eksempelvis hvilke aktivaklasser, regioner og land som bidrar mest til en porteføljes risiko. Det er etablert ulike dekomponeringsmetoder, hvor en av metodene (*marginal dekomponering*) har den egenskapen at risikobidragene summerer til porteføljens samlede volatilitet. Bidraget fra en aktivaklasse, region eller et land avhenger både av volatiliteten til det enkelte dekomponeringssegmentet, korrelasjonene mellom avkastningen til de ulike segmentene og den vekten segmentet inngår med i referanseporteføljen. Alt annet like øker risikobidraget med økende vekt og volatilitet.

Denne typen dekomponeringer kan tolkes på følgende måte: Anta at samtlige segmenter i porteføljen justeres litt opp eller ned. Dekomponeringen viser hvor mye av økningen (reduksjonen) i risiko som følger av justeringen, som kan tilskrives de ulike segmentene i porteføljen.

Statens pensjonsfond – Utland

Den strategiske referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland er satt sammen av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. Tabell 2.2 viser hvor stor andel disse aktivaklassene bidrar med til referanseporteføljens samlede risiko, som basert på historiske simuleringer på data for perioden 1900 – 2006 estimeres til 9,8 pst., jf. tabell 3.1 i kapittel 3. Av dette kan 1,3 prosentpoeng tilskrives obligasjonsporteføljen, mens den øvrige delen kan tilskrives aksjeporteføljen. Aksjer inngår i referanseporteføljen med en vekt på 60 pst., men står bak 86 pst. av porteføljens samlede risiko. Det høye risikobidraget fra aksjeporteføljen reflekterer at volatiliteten i aksjemarkedet er vesentlig høyere enn i obligasjonsmarkedet.

Tabell 2.3 viser regionvektene til aksje- og obligasjonsporteføljene og for fondet samlet. Det går fram av tabellen at litt over halvparten av

Tabell 2.2 Bidrag fra aktivaklasser til samlet risiko i Statens pensjonsfond – Utland. Lokal valuta

Aktivaklasser	Prosentpoeng	Andel
Obligasjoner	1,3	13,6
Aksjer	8,5	86,4
Sum	9,8	100,0

Kilde: Finansdepartementet

Tabell 2.3 Regionfordeling av investeringene i Statens pensjonsfond – Utland. Lokal valuta

Regionvekter	Samlet	Aksjer	Obligasjoner
Asia	11,0	15,0	5,0
Amerika	35,0	35,0	35,0
Europa	54,0	50,0	60,0
Sum	100,0	100,0	100,0

Kilde: Finansdepartementet

Tabell 2.4 Risikobidrag fra ulike regioner Statens pensjonsfond – Utland. Lokal valuta

Regioner	Prosentpoeng	Andel
Asia	1,0	10,0
Amerika	3,5	35,8
Europa	5,3	54,2
Sum	9,8	100,0

Kilde: Finansdepartementet

fondets samlede investeringer skjer i Europa, mens 11 pst. investeres i Asia og 35 pst. i Amerika. Tabell 2.4 viser hvordan fondets risiko fordeles på regioner. Det framgår av tabellene 2.3 og 2.4 at det er godt samsvar mellom regionvektene og risikobidragene fra de samme regionene.

Som det går fram av tabell 2.5, er en tredel av fondets samlede risiko relatert til aksje- og obligasjonsmarkedene i USA. Nærmere 20 pst. av samlet risiko kan tilbakeføres til aksje- og obligasjonsmarkedene i Storbritannia. Tabellen viser at referanseporteføljens eksponering mot seks land bidrar med mer enn 80 pst. av porteføljens absolutte volatilitet. En tolkning av dette er at det i hovedsak er utviklingen i aksjemarkedene i disse seks landene som driver det meste av variasjonen i fondets avkastning.

Tabell 2.5 Risikobidrag fra utvalgte land Statens pensjonsfond – Utland. Lokal valuta

Land	Prosentpoeng	Andel
Japan	0,7	7,3
USA	3,2	33,1
Frankrike	0,9	8,8
Tyskland	0,9	8,7
Italia	0,5	4,6
Storbritannia	1,9	19,2
Sum	8,0	81,8

Kilde: Finansdepartementet

Boks 2.2 Avkastning, risiko og normalfordelingen

Risiko er et mål som sier noe om sannsynligheten for en hendelse og konsekvensen av denne (for eksempel i form av tap eller gevinst). Det knytter seg ulike dimensjoner til risiko. Én dimensjon skiller mellom risiko som kan tallfestes og risiko som er vanskeligere å kvantifisere. Et eksempel på det første er den kvantitative tallfestingen av markedsrisiko for investeringer i verdipapirmarkedet, som er relativt velutviklet (men som likevel krever at det fortsatt må foretas skjønnsmessige vurderinger). En annen dimensjon knytter seg til tidsdimensjonen, som kan eksemplifiseres ved investeringer som genererer en framtidig og usikker kontantstrøm over flere tidsperioder.

Generelt vil en investering kunne ha uendelige mange utfall, alt fra en uendelig stor gevinst til at hele investeringen tapes, og der alle kombinasjoner mellom disse to ytterpunktene har positiv sannsynlighet. For en investor er i prinsippet hele fordelingen av mulige utfall til den framtidige avkastningen av en investering relevant i vurderingen av framtidig avkastning og risiko. Valg mellom usikre investeringsalternativer vil derfor være et valg mellom ulike sannsynlighetsfordelinger.

Det er etablert en rekke statistiske sannsynlighetsfordelinger, som er beskrevet gjennom matematiske uttrykk. Når en investor skal foreta et valg mellom ulike investeringsalternativer, vil investors grad av risikoaversjon ha avgjørende betydning for dette valget. Investeringsvalg er således basert på en sammenkopling av subjektive sannsynligheter og risikopreferanser.

Standardavviket til avkastningen er én måte å tallfeste risikoen ved en investering på, og er bestemt av mulige framtidige utfall og sannsynligheten for at de ulike utfallene skal inntreffe. Det er et godt mål på risiko i de tilfeller der utfallsrommet for framtidig avkastning fordeler seg symmetrisk rundt den forventede avkastningen. Standardavviket er også et risikomål som er konsistent med en bestemt type risikopreferanser, noe som medfører at den bestemte formen til sannsynlighetsfordelingen til avkastningen er uten betydning. Dersom en investor har valget mellom to investeringer som gir samme forventede avkastning men har ulikt standardavvik, vil en rasjonell og risikoavers investor normalt velge investeringen med lavest standardavvik.

Den mest kjente statistiske sannsynlighetsfordelingen er normalfordelingen, som er kjennetegnet ved at hele fordelingen kan beskrives ved hjelp av momentene forventning og varians. Dersom investeringens forventede avkastning og standardavvik er kjent, kan en beregne sannsynligheten for å observere en gitt avkastning som er lavere enn et gitt nivå (for eksempel 5 pst.), eller sannsynligheten for at avkastningen ligger innenfor et bestemt område (for eksempel mellom 5 og 15 pst.). Normalfordelingen er symmetrisk rundt forventningen, og innebærer i det tilfellet at forventet avkastning er lik null at det vil være like sannsynlig å observere en avkastning i framtiden som positiv, som det er å observere en avkastning som er negativ.

For enkelte typer investeringer vil det være slik at det er mer sannsynlig å observere svært lave enn svært høye avkastningsrater, mens det kan være motsatt for andre typer investeringer. For å beskrive slike sannsynlighetsfordelinger brukes begrepet skjevhet (fordelingens tredje moment), i tillegg til forventning og varians. Normalfordelingen er symmetrisk og har følgelig ingen skjevhet. Estimater for normalfordelingens skjevhet vil dermed alltid være lik null. Når sannsynligheten er større (lavere) for å observere lave enn høye framtidige avkastningsrater, vil målet på skjevheten være negativ (positiv). Investorer vil alt annet like foretrekke investeringer som har sannsynlighetsfordelinger som er skjeve til høyre, dvs. at sannsynligheten for god og svært god avkastning er høy mens sannsynligheten for store tap er lav.

Empiriske analyser av avkastningen i verdipapirmarkedene indikerer at svært lav og svært høy avkastning forekommer oftere enn det en ville vente dersom avkastningsratene var normalfordelt. Denne egenskapen beskrives gjennom begrepet kurtose (fordelingens fjerde moment). Normalfordelingens kurtose kan beregnes til 3, slik at sannsynlighetsfordelinger hvor beregnet kurtose er større enn 3 sies å ha mer enn normal (eller eksess) kurtose. For slike sannsynlighetsfordelinger forekommer lave og høye avkastningsrater hyppigere enn det en normalt ville vente. Fenomenet betegnes ofte «fete haler», siden slike fordelinger har mer tyngde (sannsynlighetsmasse) i halene enn normalfordelingen.

Boks 2.2 (forts.)

De empirisk observerte fete halene er ofte sett i sammenheng med sjokk i verdipapirmarkedene, mens skjevhet mot venstre kan forklares med asymmetri i disse sjokkene. Negativ eksess kurtose innebærer følgelig at sannsynlighetsfordelingen har smalere haler enn normalfordelingen, eller at det er mindre sannsynlig å observere lave og høye avkastningsrater enn det som gjelder under normalfordeling. Investorer vil alt annet like foretrekke sannsynlighetsfordelinger som er karakterisert ved smale haler, fordi lav avkastning vektlegges mer negativt enn høy avkastning teller positivt (risikoaversjon).

Figur 2.2 illustrerer tre ulike sannsynlighetsfordelinger; en normalfordeling, en fordeling som er skjev til høyre og en fordeling som har mer tyngde i halene enn normalfordelingen.

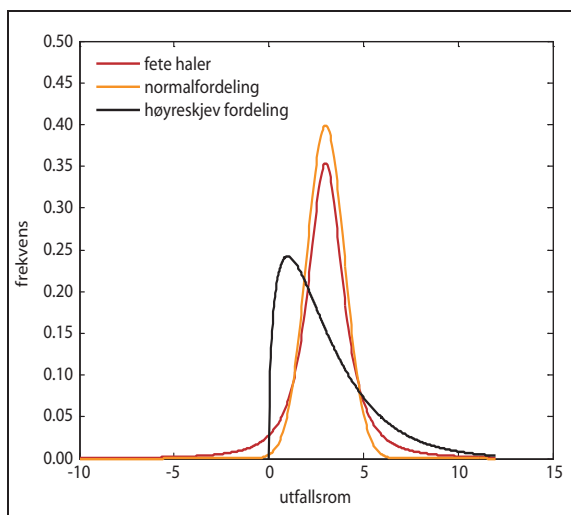
Det framgår av figuren at den høyreskjeve fordelingen har begrenset nedside og stor oppside. Videre har fordelingen med fete haler samme forventning som normalfordelingen, men betydelig høyere sannsynlighet for både høy og lav avkastning.

Dersom avkastningen kan beskrives ved hjelp av normalfordelingen, vil standardavviket være et dekkende mål på risiko. Med utgangs-

punkt i beregnet standardavvik kan en da anslå sannsynligheten for alle mulige utfall. I det tilfellet at fordelingen til avkastningen er skjev eller har fete haler, vil standardavviket ikke være et fullgodt risikomål siden det vil være vanskelig å gi gode anslag på sannsynligheten for å observere ulike utfall.

I modellering av risikoen ved en investering tar en ofte utgangspunkt i normalfordelingen som en referanseramme. Normalfordelingen vil likevel kun være en tilnærming som gir en tilfredsstillende beskrivelse av avkastningen i enkelte perioder og en dårlig beskrivelse i andre, og som er dekkende for enkelte typer finansielle instrumenter men som passer mindre godt for andre. Eksempelvis vil avkastningen på opsjoner og verdipapirer med innebygd opsjonalitet ikke følge normalfordelingen, siden en opsjon er en rettighet og ingen plikt. Følgelig vil en opsjon ha en asymmetrisk avkastningsstruktur. Et annet eksempel er såkalte «Investment grade» obligasjoner, der potensialet for verdistigning er begrenset samtidig som en kan risikere å tape hele investeringen dersom foretaket (som har utstedt obligasjonen) går konkurs. Avkastningsfordelingen for denne typen investering har følgelig en tendens til å være skjev mot venstre.

Det eksisterer ikke et entydig mål som uttrykker hvor stor risikoen ved en investering er. Følgelig bør risikoen ved en investering belyses ved hjelp av ulike metoder for å gi et bredere bilde. I analyser av avkastning og risiko til en investeringsportefølje brukes bl.a. metoder som standardavviket til avkastningen, Value-at-Risk (VaR), stresstester, scenariebygging og historisk simulering. Stresstesting innebærer å beregne effekten av betydelige verdifall i enkeltstående risikofaktorer, eksempelvis aksje- eller obligasjonsmarkedet globalt, regionalt eller lokalt. I historisk simulering beregnes effekten på porteføljens verdi dersom en skulle erfare på ny negative historiske hendelser, for eksempel depresjonen på 30-tallet eller aksjekaraket i 1987, jf. boks 1.2 i kapittel 1.



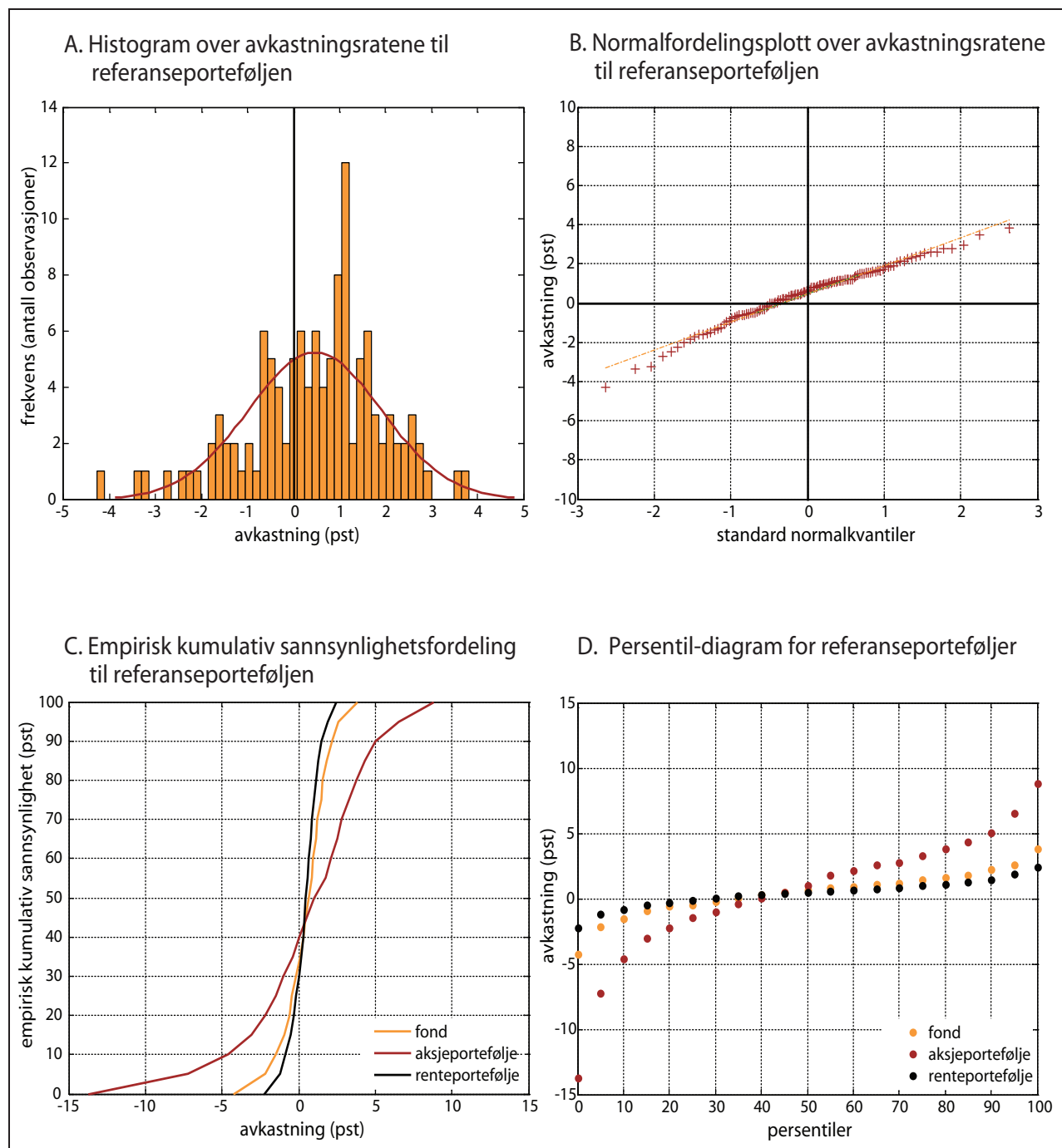
Figur 2.2 Sannsynlighetsfordelinger

Kilde: Finansdepartementet

Informasjonen i den foregående figuren kan også framstilles i et persentil-diagram, jf. figur 2.3d. Figuren gjør det lettere å kople sannsynligheter til utfall, og viser at i 10 pst. av månedene har avkastningen til fondets referanseportefølje vært mindre eller lik -2 pst., mens avkastningen for aksjereferansen har vært mindre eller lik knapt -5 pst., og for rentereferansen -1.5 pst.

Autokorrelasjonen til avkastningsratene beskriver hvordan avkastningsratene til fondets re-

feranseportefølje henger sammen over tid, dvs. om det er slik at høy (lav) avkastning i en gitt måned følges av høy (lav) avkastning i de neste månedene. I resultatanalysen er det lagt til grunn at månedlige risikotall, målt ved standardavviket til avkastningen, kan annualiseres ved å bruke kvadratrotformelen. Denne skaleringen innebærer at det antas lineær uavhengighet i avkastningsratene over tid.



Figur 2.3 Fordelingsegenskaper til månedlig avkastning (målt nominelt i lokal valuta) på referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Beregninger departementet har utført viser at det ser ut til å være forholdsvis lav grad av tidsavhengighet i avkastningsratene til fondets referanseportefølje og i delreferansene. Statistiske tester for autokorrelasjon (Ljung-Box) viser at hypotesen om (lineær) uavhengighet over tid i avkastningsratene ikke kan forkastes for noen av periodene eller delreferansene.

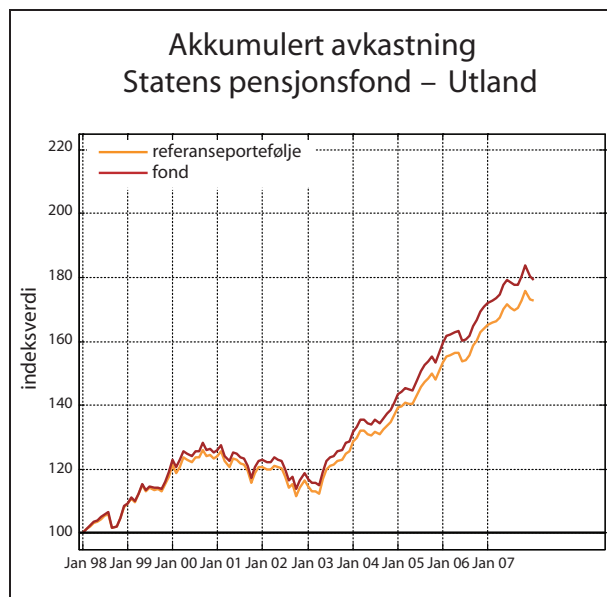
2.2.2 Utviklingen i faktisk portefølje til Statens pensjonsfond – Utland

Den faktiske porteføljen til Statens pensjonsfond – Utland avviker noe fra den referanseporteføljen som er fastsatt av departementet. Avvikene gjenspeiler hovedsaklig aktive investeringsbeslutninger i Norges Bank, hvor siktemålet er å oppnå høyere avkastning på den faktiske porteføljen enn på referanseporteføljen, innenfor rammen for tillatt risikoavvik.⁷ Avkastningen av og risikoen til Statens pensjonsfond – Utland vil derfor kunne avvike fra avkastningen og risikoen til fondets referanseportefølje.

Tabell 2.6 viser at gjennomsnittlig årlig avkastning av Statens pensjonsfond – Utland i femårsperioden 2003-2007 var 8,7 pst., som er klart høyere enn gjennomsnittsavkastningen de siste ti årene. Samtidig har svingningene i fondets avkastning ligget på et lavt nivå sammenliknet med det som har vært normalen i perioden 1998-2007.

Avkastningen på aksjeforføljen har vært relativt høy de siste fem årene, med en gjennomsnittlig årlig avkastning på 15,6 pst. Dette er om

⁷ Det kan også være mer tekniske grunner til avvikene, bl.a. at det er vanskelig å ha en sammensetning av den faktiske porteføljen som til enhver tid er lik referanseporteføljen, samt transaksjonskostnader som gjør at det ikke alltid vil være ønskelig å ha en sammensetning av den faktiske porteføljen som er lik referanseporteføljen.



Figur 2.4 Akkumulert avkastning Statens pensjonsfond – Utland, målt i lokal valuta. Indeks ved utgangen av 1997=100

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

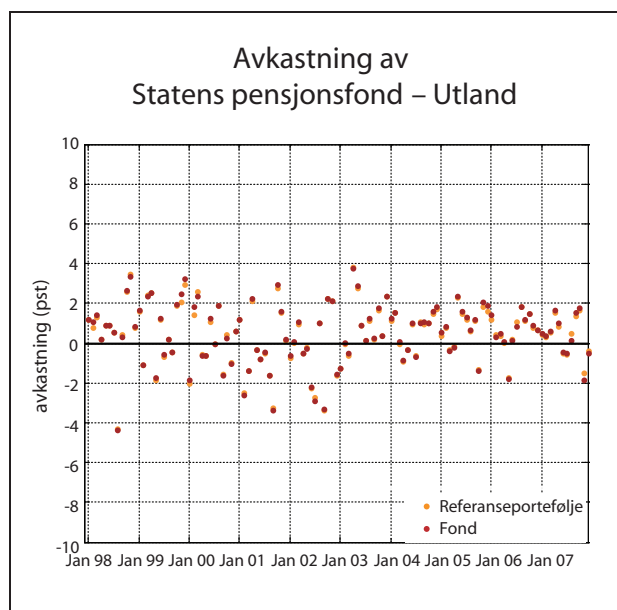
lag det doblet av gjennomsnittsavkastningen i perioden fra 1998 til 2007. For renteporteføljen har avkastningen vært forholdsvis lav de siste fem årene (4 pst. målt som årlig gjennomsnitt).

Det framgår av tabellene 2.1 og 2.6 at den gjennomsnittlige avkastningen av den faktiske porteføljen er noe høyere enn avkastningen på referanseporteføljen for perioden 1998-2007 sett under ett, jf. figur 2.4. Samtidig har risikoen, målt ved standardavviket til avkastningen, vært noe høyere i den faktiske porteføljen enn i referanseporteføljen. Differanseavkastningen til fondet, som er forskjellen mellom avkastningen på faktisk portefølje og referanseporteføljen, omtales nærmere i avsnitt 2.2.3.

Tabell 2.6 Gjennomsnittlig årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland målt nominelt i lokal valuta. Prosent

	1998 – 2007	2003-2007	2005 – 2007	2007
<i>Totalporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,99	8,65	7,53	4,24
Standardavvik	5,15	3,82	3,60	3,74
<i>Aksjeforføljen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,85	15,59	14,66	7,03
Standardavvik	14,12	9,24	8,70	9,36
<i>Renteforføljen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,05	3,98	2,89	2,95
Standardavvik	3,05	3,04	2,45	2,35

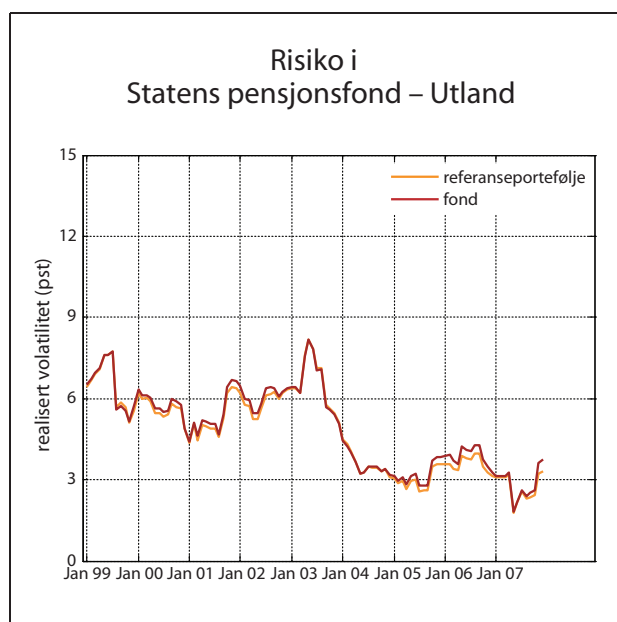
Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank



Figur 2.5 Avkastning av Statens pensjonsfond – Utland og fondets referanseportefølje. Månedlige avkastningstall 1998–2007, målt i lokal valuta. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Den høye graden av samsvar mellom avkastningen og risikoen i fondet og avkastningen og risikoen i referanseporteføljen er illustrert i figurene 2.5 og 2.6. Både nivået på avkastningen og variasjonen i avkastningen er omtrent lik for de to porteføljene.



Figur 2.6 Rullerende tolv måneders standardavvik til avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland og fondets referanseportefølje. 1998–2007, målt i lokal valuta. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Figurene indikerer at det er beslutningene knyttet til fastsettingen av fondets overordnede investeringsstrategi, som operasjonaliseres gjennom utformingen av referanseporteføljen, som i hovedsak har bestemt både avkastningen og variasjonen i fondets avkastning. Analyser viser at mellom 90 og 95 pst. av avkastningen i fondet kan tilskrives de valg departementet har tatt i utformingen av investeringsstrategien for fondet, mens de resterende 5-10 pst. kan tilskrives de investeringsvalg Norges Bank har tatt innenfor de retningslinjene departementet har fastsatt. Videre har korrelasjonen mellom avkastningen av fondet og avkastningen av referanseporteføljen vært tilnærmet lik én (perfekt positiv korrelasjon), og variasjonene i avkastningen på referanseporteføljen har forklart mer enn 99 pst. av variasjonene i avkastningen på fondet. Disse analysene er nærmere utdypet i boksene 2.3 og 2.4.

Faktoranalysen i boks 2.4 er et utgangspunkt for å vurdere dyktigheten i forvaltningen. Analysene viser at aksjeporteføljen i utenlandsdelen av Pensjonsfondet bl.a. har hatt en overeksponering mot små selskaper relativt til store. Framover vil departementet ta sikte på å utvide faktoranalysen ved å inkludere andre systematiske risikofaktorer.

Det er indikasjoner på venstreskjevhet i avkastningsratene til den faktiske totalporteføljen og aksjeporteføljen for hele perioden sett under ett. Det er også tegn til fete haler i avkastningsratene til aksjeporteføljen for hele perioden. En av testene for normalitet viser at hypotesen om normalfordelte avkastningsrater for både totalporteføljen og aksjeporteføljen for hele perioden satt under ett kan forkastes, mens den andre statistiske testen viser det motsatte resultat.

Statistiske tester viser forøvrig ingen tegn til autokorrelasjon i avkastningsratene til den faktiske porteføljen.

2.2.3 Utviklingen i differanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland

Avkastningen av differanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland er definert som avkastningen på fondets faktiske portefølje fratrukket avkastningen på referanseporteføljen. Differanseavkastningen er et mål på hvor stort bidrag den aktive forvaltningen i Norges Bank har gitt til fondets samlede avkastning.

Når en benytter referanseporteføljens avkastning i vurderingen av Norges Banks resultater i den aktive forvaltningen, må en samtidig være klar over at en ikke nødvendigvis ville klart å oppnå referanse-

Boks 2.3 Sammenhengen mellom fondets avkastning og avkastningen på referanseporteføljen

Sammenhengen mellom avkastning og risiko for Pensjonsfondets plasseringer og referanseporteføljens avkastning og risiko kan analyseres på flere måter. En ofte benyttet metode er å beregne porteføljens relative volatilitet, som beskriver variasjonen i differanseavkastningen. Lav relativ volatilitet vil normalt indikere at fondet og referanseporteføljen er sammensatt av omtrent de samme verdipapirene, og at de ulike verdipapirene har om lag samme vekt i porteføljene. Den faktiske porteføljen og referanseporteføljen vil i dette tilfellet ha relativt like statistiske egenskaper, noe som medfører at relativ volatilitet blir lav.

En annen metode er å anslå absolutt volatilitet i de to porteføljene, og deretter sammenlikne de to nivåene. Dersom nivået på absolutt volatilitet i faktisk portefølje er tilnærmet lik nivået på absolutt volatilitet i referanseporteføljen (på et gitt tidspunkt og over tid), vil dette indikere at de to porteføljene også har relativt like egenskaper. Samtidig kan det indikere at avkastningen på de aktive posisjonene i liten grad samvarierer med avkastningen på referanseporteføljen.

En tredje analysemetode er å beregne samvariasjonen (korrelasjonen) mellom avkastningen på fondet og avkastningen på referanseporteføljen. Høy korrelasjon innebærer at avkastningen på fondet er høy (lav) når avkastningen på referanseporteføljen er høy (lav). Dersom korrelasjonskoeffisienten er lik 1 betegnes samvariasjonen som perfekt positiv.

Sammenhengen mellom de to porteføljene kan også analyseres ved hjelp av en fjerde metode, som framkommer ved å kople sammen den andre og tredje metoden. Metoden tar utgangspunkt i den såkalte betaen (som er et statistisk og finansielt begrep), som er definert som produktet av forholdet mellom volatiliteten til den faktiske porteføljen og volatiliteten til referanseporteføljen og korrelasjonen mellom avkastningen på de to porteføljene. Siden korrelasjonskoeffisienten ikke kan overstige 1, vil en samvariasjon mellom de to porteføljene som er mindre enn 1 innebære at fondets beta relativt til referanseporteføljen også vil være mindre enn 1, med mindre fondets volatilitet overstiger referanseporteføljens volatilitet. Når beta er lik 1, er det indikasjon på likhet mellom de to porteføljene.

En femte metode, som tar utgangspunkt i de fire ovenstående metodene, består i å estimere en lineær sammenheng mellom avkastningen på fondet og referanseporteføljen ved bruk av statistiske metoder, jf. relasjon (1) nedenfor. Den avhengige variabelen framkommer på venstre side av relasjonen, og er representert ved forskjellen mellom porteføljens avkastning ($R_{pf,t}$) og en såkalt risikofri rente ($R_{rf,t}$).

$$(1) R_{pf,t} - R_{rf,t} = \alpha + \beta(R_{bm,t} - R_{rf,t}) + \varepsilon_t$$

Forklaringsvariabelen på høyre side av (1) er definert som forskjellen mellom avkastningen på referanseporteføljen ($R_{bm,t}$) og den risikofri renten. Både den avhengige og den uavhengige variabelen antas å være kjent. De to parametere α (alfa) og β (beta) kan eksempelvis estimeres ved hjelp av minste kvadraters metode. ε (epsilon) er relasjonens feilledd, og gir uttrykk for hvor «godt» referanseporteføljens avkastning forklarer fondets avkastning.

Beta er stigningstallet til en rett linje. En portefølje som er sammensatt av ulike verdipapirer slik at beta er høyere enn 1, vil i gjennomsnitt ha en høyere avkastning enn referanseporteføljen i perioder med sterk kursutvikling i verdipapirmarkedene, og motsatt i perioder med relativt svak markedsutvikling. Når betaen er lavere enn 1 er forholdet motsatt.

Alfa representerer den rette linjens skjæringspunkt med y-aksen, og er et mål på oppnådd differanseavkastning etter justering for fondets (beta-) eksponering mot referanseporteføljen. I den såkalte kapitalverdimodellen (CAPM) kan alfa betegnes som et mål på fondets risikojusterte differanseavkastning, og som dermed kan brukes som et mål på dyktigheten i den aktive forvaltningen.

I den statistiske modellen representert ved relasjonen (1) antas en lineær sammenheng mellom avkastningen på fondet og avkastningen på referanseporteføljen. Videre forutsettes kun én forklaringsfaktor. I litteraturen er det etablert en viss enighet om at forventet avkastning på verdipapirer og porteføljer av verdipapirer normalt vil avhenge av andre faktorer i tillegg til markedsavkastningen, og som det bør korrigeres

Boks 2.3 (forts.)

for ved beregning av risikojustert avkastning. De relevante risikofaktorene er imidlertid ikke entydig identifisert, og det er heller ikke etablert en klar teoretisk begrunnelse for hvorfor enkelte risikofaktorer prises i likevekt (dvs. er relevant som en forklaringsfaktor), mens andre ikke gjør det.

Små aksjeselskapers bidrag til differanseavkastningen

Empiriske undersøkelser viser at aksjeselskaper med lav markedsverdi i perioder har hatt høyere avkastning enn aksjeselskaper med høy markedsverdi. I litteraturen er det forsøkt på å kople denne observasjonen med likevektsmodeller for prising av finansielle aktiva. Intuisjonen knyttet til denne sammenhengen er at når veksten i økonomien er lav (høy), er den marginale nytten av forbruk høy (lav). Små aksjeselskap har en større sannsynlighet for å gå konkurs i tider med svak økonomisk utvikling sammenliknet med store selskaper. Følgelig vil små selskaper ikke gi investorer noe inntektstilskudd i de perioder der det er størst behov for slike inntektsoverføringer, og motsatt gir de et inntektstilskudd

i perioder der det er mindre behov for slike overføringer. Investeringer i små aksjeselskaper bidrar dermed til å forsterke variasjonene i husholdningenes forbruk. I litteraturen argumenteres det for at denne egenskapen prises i likevekt. For at investorer skal være villig til å investere i slike aksjer, må forventet avkastning av aksjeinvesteringen være høyere enn avkastningen i markedet generelt, og for store selskaper spesielt.

Med dette som utgangspunkt kan følgende relasjon estimeres:

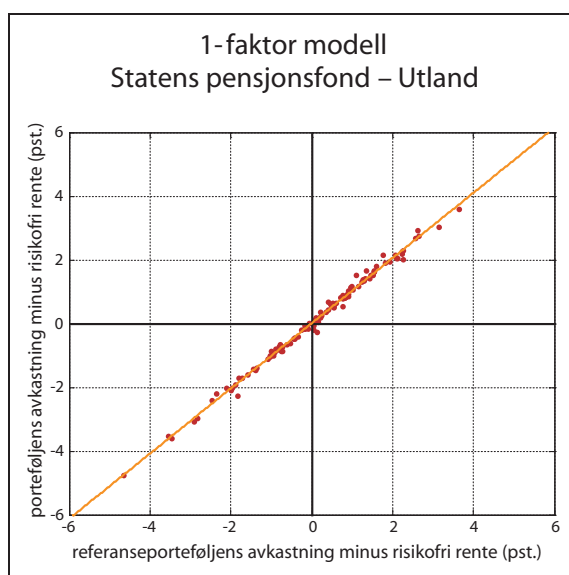
$$(2) R_{pf,t} - R_{rf,t} = \alpha + \beta_{bm} (R_{bm,t} - R_{rf,t}) + \beta_{smb} (SMB_t) + \varepsilon_t$$

Venstresiden av relasjonen uttrykker forskjellen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen i en gitt måned fratrukket en risikofri rente i samme måned. Den første forklaringsfaktoren er forskjellen mellom avkastningen på referanseporteføljen og risikofri rente i en gitt måned. Den andre forklaringsfaktoren er forskjellen mellom avkastningen på en portefølje bestående av små aksjeselskaper og en portefølje satt sammen av store aksjeselskaper.

Boks 2.4 Faktoranalyse Statens pensjonsfond – Utland

Figur 2.7 viser sammenhengen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen til Statens pensjonsfond – Utland og fondets referanseportefølje.¹ Det er en klar positiv sammenheng mellom avkastningsratene, og det er begrenset avstand mellom punktene og den rette linjen. Variasjonen i referanseporteføljens avkastning forklarer en betydelig del av variasjonen i fondets avkastning.

¹ Alle avkastningsrater er målt i lokal valuta.



Figur 2.7 Sammenhengen mellom avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland og fondets referanseportefølje. 1998-2007. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Tabell 2.7 Regresjonsresultater 1-faktor modell Statens pensjonsfond – Utland. Basispunkter (1 basispunkt = 0,01 pst.)

	Totalporteføljen	Aksjeporteføljen	Renteporteføljen
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	39,46	74,17	9,52
Alfa pr. år	34,37	69,19	11,19
t-verdi alfa	2,66	2,50	1,02
Beta	1,023	1,013	0,990
t-verdi beta	3,10	2,31	-1,03
R-kvadrert	99,39	99,62	98,77
Std.avvik feilledd	40,25	86,66	33,98
Std.avvik differanseavkastning	41,87	88,61	34,13

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Tabell 2.7 oppsummerer regresjonsresultatene for fondet samlet og for de to delporteføljene. Den første raden i tabellen viser gjennomsnittlig årlig differanseavkastning målt i basispunkter (1 basispunkt = 0,01 pst.). Deretter følger alfa- og betaestimaterne. Fondets beta er beregnet med utgangspunkt i månedlige avkastningsrater for perioden januar 1998 – desember 2007, og kan anslås til 1,02 (som er statistisk signifikant større enn 1). Tabellen viser videre at variasjonene i referanseporteføljens avkastning forklarer mer enn 99 pst. av variasjonene i fondets avkastning (se anslaget for R-kvadrert). Realisert relativ volatilitet er beregnet til 0,42 pst. (41,87 basispunkter), mens standardavviket til feilleddene fra regresjonen anslås til 0,40 pst. (40,25 basispunkter). Forskjellen mellom disse to størrelsene er et mål på hvor stor del regresjonen forklarer av fondets differanseavkastning. I dette tilfellet forklarer regresjonen en svært begrenset del av variasjonene i differanseavkastningen.

Alfa er beregnet til 0,34 pst. (34,37 basispunkter). Dette er et mål på hvor mye høyere avkastningen på fondet har vært enn avkastningen på en (fiktiv) indeksforvaltet portefølje med beta lik 1,02. Anslaget på alfa er statistisk signifikant større enn null.

Tabell 2.8 viser hvor stor andel av porteføljenes relative volatilitet som kan tilskrives forskjellen mellom fondets beta og referanseporteføljens beta. For fondet samlet kan 8 pst. av den relative volatiliteten tilskrives betaavviket. Den gjenværende del skyldes andre faktorer, bl.a. andre systematiske faktorer (se nedenfor).

Boks 2.4 (forts.)

Tabell 2.8 Betaavvikets bidrag til relativ volatilitet Statens pensjonsfond – Utland. Andeler

Risikobidrag	Totalporteføljen	Aksjeporteføljen	Renteporteføljen
Andel betaavvik	0,08	0,04	0,01
Andel residual	0,92	0,96	0,99
Samlet relativ volatilitet (basispunkter)	41,9	88,6	34,1

Kilde: Finansdepartementet

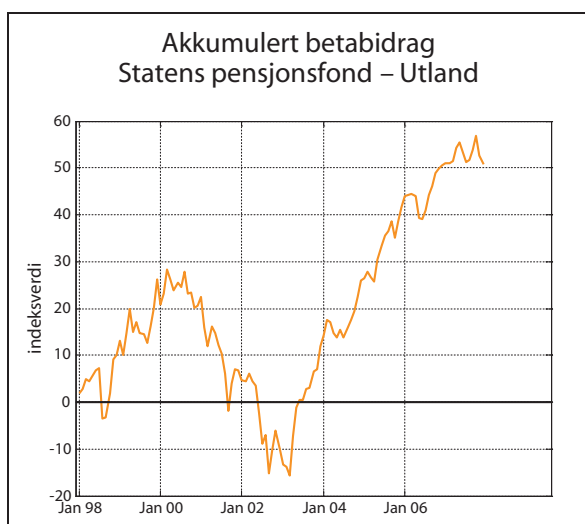
Resultatbidraget fra betaavviket relativt til referanseporteføljen (som pr. definisjon har beta lik 1) framgår av figur 2.8. Akkumulert betabidrag beregnes som summen av de månedlige betabidragene opp til et gitt tidspunkt, og er for Statens pensjonsfond – Utland anslått til om lag 0,5 pst. (50 basispunkter). Dette er relativt lite sammenliknet med alfabidraget, som noe omtrentlig kan anslås til om lag 3,5 pst. (350 basispunkter).

Fra figur 2.8 går det fram at akkumulert betabidrag falt i perioden fra 2000 til 2003, noe som må ses i sammenheng med at markedsavkastningen i denne perioden var lavere enn risikofri rente. Etter at markedet tok seg opp igjen i løpet av 2003 har bidragene utviklet seg motsatt.

Betaen til Statens pensjonsfond – Utland har variert noe over tid, og synes å ha vært høyere i andre halvdel av perioden enn i første, jf. figur

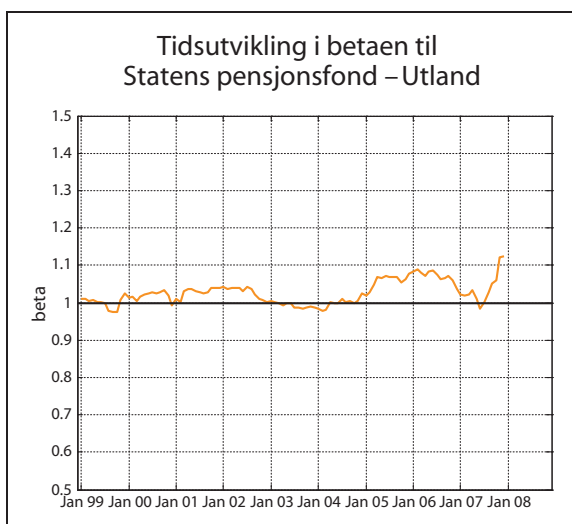
2.9. Beregningen av tidsutviklingen i fondets beta er ikke direkte sammenliknbar med regresjonsberegningene presentert ovenfor, siden anslaget for tidsutviklingen i beta er basert på data for perioden fra 1999 og fram til utgangen av 2007. De første tolv observasjonene utnyttes til å beregne betaen for januar 1999.

Fordi betaen er forholdsvis stabil over tid og relativt lav, er det lite variasjon i betabidragene til differanseavkastningen, jf. figur 2.10. Standardavviket til betabidragene er estimert til 0,18 pst. (18 basispunkter). Standardavviket til differanseavkastningen (realisert relativ volatilitet) er tidligere anslått til 0,42 pst. (42 basispunkter). Det går fram av figuren at det er større variasjon i betabidragene i siste del av perioden enn i første, noe som reflekterer at betaanslaget er høyere i siste halvdel av observasjonsperioden enn i den første.



Figur 2.8 Betabidrag Statens pensjonsfond – Utland. Indeks ved utgangen av 1997 = 0

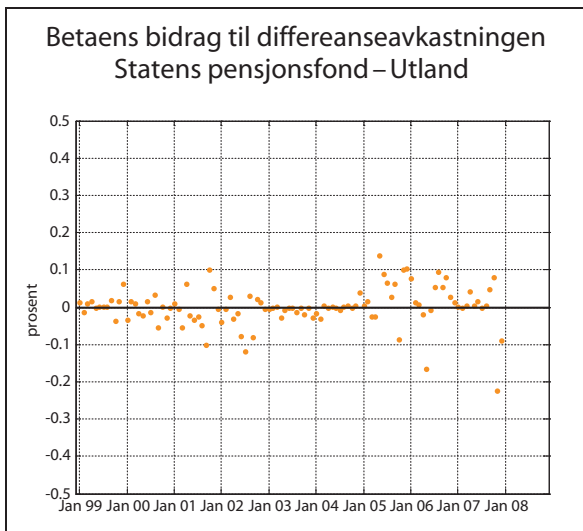
Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank



Figur 2.9 Tidsutvikling i betaen til Statens pensjonsfond – Utland

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Boks 2.4 (forts.)



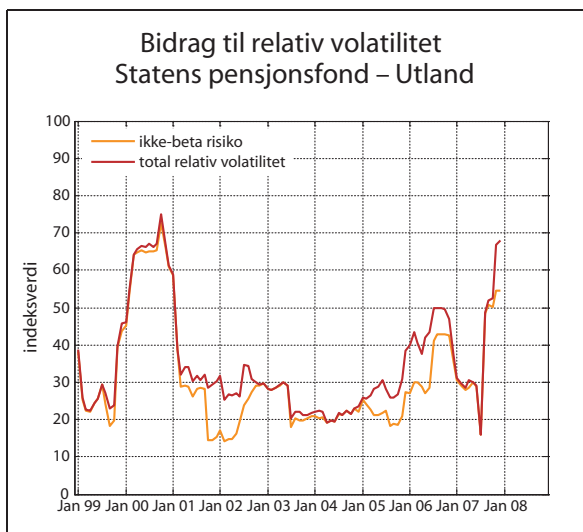
Figur 2.10 Betaens bidrag til differanseavkastningen av Statens pensjonsfond – Utland. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

De relativt små betaavvikene driver forholdsvis lite av fondets relative volatilitet, jf. figur 2.11. Dette viser at det i hovedsak er liten forskjell mellom samlet relativ volatilitet og relativ volatilitet, gitt nøytral betaeksponering.

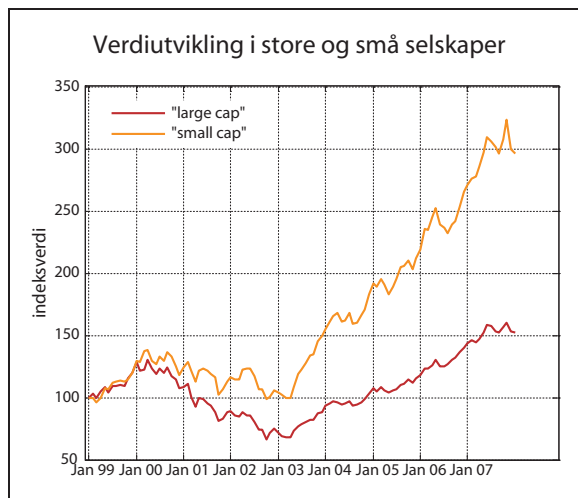
Små aksjeselskapers bidrag til differanseavkastningen

Figur 2.12 viser verdiutviklingen for store og små selskaper i perioden fra 1999 til 2007.¹ Små



Figur 2.11 Bidrag til relativ volatilitet Statens pensjonsfond – Utland

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank



Figur 2.12 Verdiutvikling i store og små selskaper. Indeks ved utgangen av 1998 = 100.

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

aksjeselskaper har i denne perioden hatt en betydelig sterkere utvikling enn de store selskapene. Gjennomsnittlig årlig avkastning for store selskaper har i perioden vært knapt 6 pst., mens standardavviket til avkastningen (absolutt volatilitet) har vært om lag 14 pst. «Small cap»-segmentet har i samme periode hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på om lag 13 pst., og tilhørende standardavvik på 15 pst.

Dersom en ved inngangen til hver måned hadde kjøpt «small cap» selskaper og finansiert kjøpet ved å gå «short» i store selskaper, ville en oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning på vel 7 pst. Standardavviket til avkastningen ville ha vært om lag 7 pst.

Tabell 2.9 viser resultatene fra to regresjonskjøringer for aksjeporteføljen.² De statistiske beregningene viser et anslag for beta relativt til referanseporteføljen på 1,02 (statistisk signifikant større enn 1 i begge modeller). I 2-faktor modellen er SMB-betaen anslått til 0,06 (statistisk signifikant større enn null). Dette indikerer at aksjeporteføljen både har hatt en generell markedseksponering utover det som følger av referanseporteføljen, og en overeksponering mot små selskaper

¹ Følgende indekser er benyttet: FTSE Small Cap og FTSE Large Cap for perioden 1999-2006. For 2007 er det benyttet FTSE Small Cap og FTSE Large Cap/Mid Cap.

² Resultatene for 1-faktor modellen kan ikke direkte sammenliknes med de resultatene som er gjengitt over. Det skyldes at beregningene i det første tilfellet dekker perioden fra 1998, mens de i det siste tilfellet dekker perioden fra 1999.

Boks 2.4 (forts.)

relativt til store. 2-faktor modellen har noe høyere forklaringskraft enn 1-faktor modellen. Standardavviket til feilleddene i 2-faktor modellen er vesentlig lavere enn i 1-faktor modellen.

Tabell 2.9 Regresjonsresultater 2-faktor modell Statens pensjonsfond – Utland. Basispunkter (1 basispunkt = 0,01 pst.)

	2-faktor modell	1-faktor modell
1999-2007		
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	84,40	84,40
Alfa	32,74	78,81
t-verdi alfa	1,30	3,26
Beta	1,021	1,019
t-verdi beta	3,94	3,51
SMB-beta	0,06	
t-verdi SMB-beta	6,23	
R-kvadrert	99,72	99,6
Std.avvik feilledd	71,60	83,78
Std.avvik differanseavkastning	87,30	87,30

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Fordi avkastningen på investeringer i små selskaper har vært høyere enn for store selskaper, og som følge av at det har vært positiv avkastning på referanseporteføljen utover risikofri rente, er estimert alfa betydelig lavere enn den justerte differanseavkastningen.

Tabell 2.10 viser hvordan realisert relativ risiko kan fordeles på betaeksponeringen og andelen uforklart. I 2-faktor modellen forklarer de to faktoreksponeringene til sammen 33 pst. av realisert relativ risiko, mens betaavviket i 1-faktormodellen forklarer 4 pst. av variasjonen i differanseavkastningen.

Tabell 2.10 Dekomponering av realisert relativ volatilitet Statens pensjonsfond – Utland. Andeler

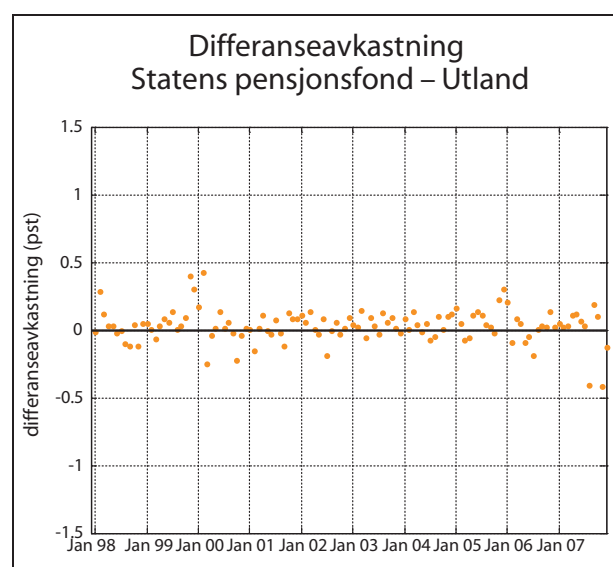
	2-faktor modell	1-faktor modell
Beta	0,09	0,04
SMB-beta	0,24	
Restledd	0,67	0,96
Realisert relativ volatilitet (basispunkter)	87,3	88,6

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

porteføljens avkastning dersom fondet hadde vært forvaltet kun indeksnært. Det vil ved ren indeksforvaltning påløpe transaksjonskostnader når innholdet av verdipapirer i referanseporteføljen endres, når fondet blir tilført nye midler og ved endringer i fondets investeringsstrategi. Samtidig vil det med indeksforvaltning kunne påløpe relativt store utlånsinntekter fra verdipapirer i porteføljen. Disse utlånsinntektene kan langt på vei oppveie normale transaksjonskostnader ved indeksforvaltning.

Tabell 2.11 viser gjennomsnittlig differanseavkastning og standardavviket til differanseavkastningen (realisert relativ volatilitet) i perioden 1998–2007 målt i kroner.⁸ Det framgår av tabellen at Norges Bank har oppnådd meravkastning både for hele perioden sett under ett og for hvert enkelt år i perioden, unntatt i 2007, jf. figur 2.13. I 2007 var det

⁸ Departementet fastsetter fondets referanseportefølje, og bærer den valutakursrisiko som følger av denne. Norges Bank er ansvarlig for forskjellen i valutakurseksponering mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. I evalueringen av resultater i forvaltningen er det derfor relevant å analysere differanseavkastningen målt i kroner.



Figur 2.13 Differanseavkastning Statens pensjonsfond – Utland. Prosent.

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

en mindreavkastning på 0,24 prosentpoeng, som er det svakeste resultatet som er oppnådd i den aktive forvaltningen siden 1998. Siden 1998 er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,39 prosentpoeng, som i statistisk forstand er signifikant større enn null. Alfa er et mål på differanseavkastningen der det korrigeres for beta-eksponeringen, jf. boks 2.3. Som det framgår av boks 2.4 er alfa for fondet anslått å være statistisk signifikant større enn null i 1-faktormodellen.

Informasjonsbrøken, som framgår av tabell 2.11, er beregnet som forholdet mellom gjennomsnittlig differanseavkastning og realisert relativ volatilitet. Informasjonsbrøken nyttes i noen sammenhenger som en indikasjon på hvor god den aktive forvaltningen har vært. Brøken gir uttrykk for hvor stor differanseavkastningen har vært pr. enhet benyttet risiko, og kan brukes til å sammenlikne ulike forvaltere og til å vurdere utviklingen over tid for samme forvalter. Ifølge tabellen, var informasjonsbrøken i siste tiårsperiode 0,93. Dette er relativt høyt i forhold til mange andre fond.⁹

Informasjonsbrøken bør imidlertid tolkes med varsomhet. For en forvalter med en portefølje som avviker lite fra referanseporteføljen vil den relative risikoen være relativt lav, og selv en liten meravkastning vil kunne gjøre informasjonsbrøken høy. Det er også slik at en vil forvente at infor-

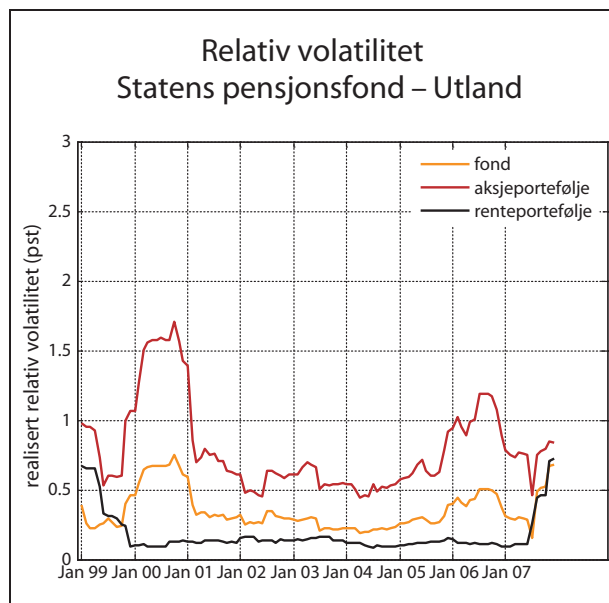
⁹ Se boks 2.4 i St.meld. nr. 24 (2006-2007) for en nærmere utdyping.

Tabell 2.11 Differanseavkastning og standardavviket til differanseavkastningen (relativ volatilitet) av Statens pensjonsfond – Utland målt nominelt i kroner. Prosentpoeng og prosent¹

	1998–2007	2003–2007	2005–2007	2007
<i>Totalporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	0,39	0,38	0,30	-0,24
Standardavvik	0,42	0,42	0,51	0,68
Informasjonsbrøken	0,93	0,91	0,58	-0,34
<i>Aksjeporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	0,74	0,82	0,98	1,10
Standardavvik	0,89	0,76	0,89	0,83
Informasjonsbrøken	0,83	1,07	1,10	1,32
<i>Renteporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	0,09	0,03	-0,23	-1,27
Standardavvik	0,34	0,38	0,47	0,72
Informasjonsbrøken	0,27	0,07	-0,49	-1,77

¹ Årlig differanseavkastning er beregnet som forskjellen mellom gjennomsnittlig månedlig avkastning av fondet og av referanseporteføljen og annualisert ved å multiplisere med 12. Denne benevnes i tabellen med prosentpoeng. Realisert relativ volatilitet er beregnet som standardavviket til den månedlige differanseavkastningen og annualisert ved å multiplisere med kvadratroten av 12.

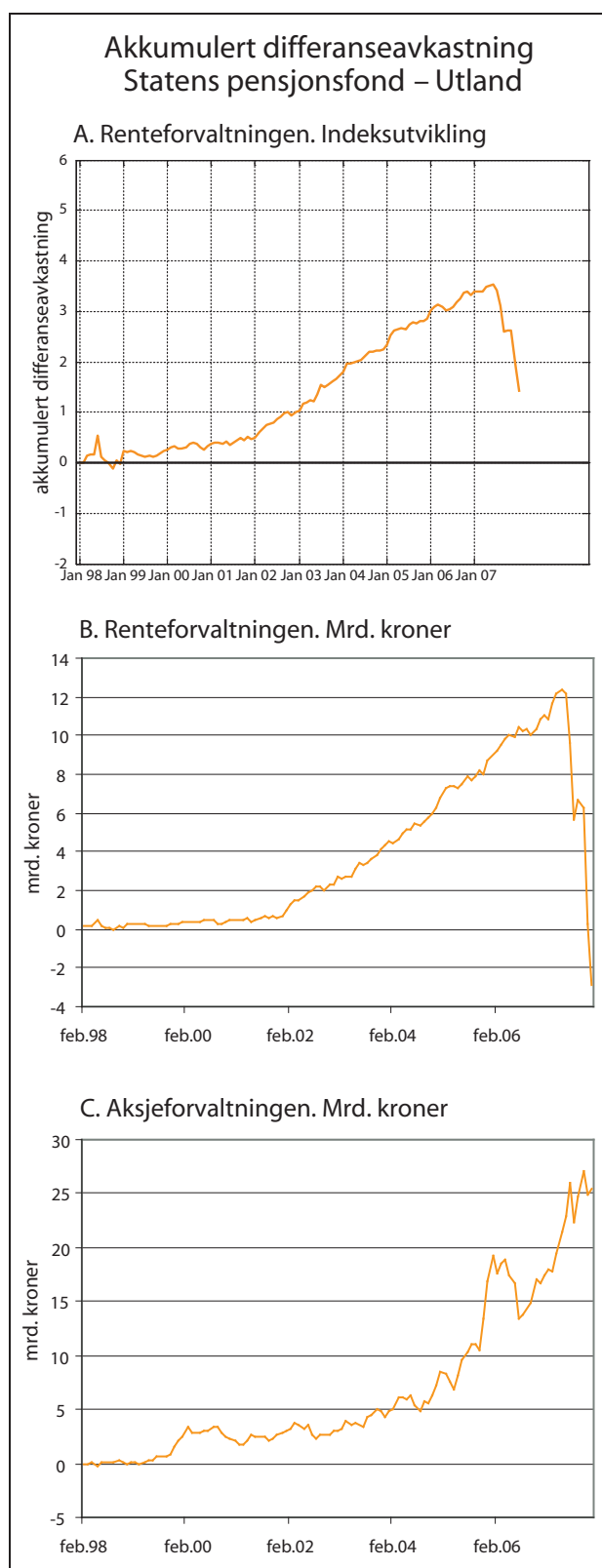
Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank



Figur 2.14 Utviklingen i realisert relativ volatilitet. Rullerende tolv måneders standardavvik til differanseavkastningen. 1998–2007. Prosent.

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

masjonsbrøken varierer med ulike typer aktiv forvaltning. En investor bør primært være opptatt av å maksimere meravkastningen målt i kroner eller prosent til et gitt risikonivå, og ikke informasjonsbrøken, (se nærmere drøfting nedenfor i omtalen av akkumulert differanseavkastning innen renteforvaltningen).



Figur 2.15 Akkumulert differanseavkastning Statens pensjonsfond – Utland.

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Utviklingen i realisert relativ volatilitet framgår av figur 2.14. I perioden fra januar 2001 og fram til utgangen av 2004 har fondet hatt en relativ volatilitet på om lag 0,25 pst. I løpet av 2005 økte den relative volatiliteten klart og nådde i en kort periode sommeren 2006 0,5 pst. Fra sommeren 2006 til sommeren 2007 ble fondets relative volatilitet mer enn halvert, før nivået igjen økte i andre halvdel av 2007. Økningen i relativ volatilitet var særlig markert for renteporteføljen. For hele perioden sett under ett beregnes realisert relativ volatilitet til 0,42 pst. Noe av denne risikoen kan tilbakeføres til en beta som er noe forskjellig fra én, jf. boks 2.4.

Forventet relativ volatilitet skal i henhold til den ramme som er fastsatt av departementet ikke overstige 1,5 pst. for totalporteføljen. Norges Bank har dermed så langt utnyttet mindre enn en tredel av den tildelte risikorammen.

Faktisk portefølje i Statens pensjonsfond – Utland kan betraktes som bestående av to porteføljer; referanseporteføljen og differanseporteføljen. Risikoen til fondet vil følgelig avhenge av risikoen til referanseporteføljen, risikoen til differanseporteføljen (relativ volatilitet) og samvariasjonen mellom avkastningen på referanse- og differanseporteføljen.

Den begrensede forskjellen mellom absolutt risiko i fondet og i referanseporteføljen som framgår av figur 2.6, skyldes bl.a. at differanseavkastningen har vært lavt korrelert med avkastningen på referanseporteføljen. For perioden 1998–2007 er denne korrelasjonskoeffisienten beregnet til 0,12.

Tabell 2.11 viser også differanseavkastningen i henholdsvis aksje- og renteforvaltningen. I aksjeforvaltningen har differanseavkastningen vært positiv i perioden 1998–2007 (0,74 prosentpoeng). Differanseavkastningen knyttet til egenkapitalplasseringene var spesielt høy i 2005 (1,89 prosentpoeng) og 2007 (1,10 prosentpoeng). Den relative volatiliteten er samtidig beregnet til 0,89 pst. som et årlig gjennomsnitt for perioden 1998–2007.

I den aktive renteforvaltningen har gjennomsnittlig årlig differanseavkastning vært positiv når en ser hele perioden under ett (0,09 prosentpoeng). I fjor var det derimot for første gang siden 1998 en betydelig mindreakstning (-1,27 prosentpoeng). Dette førte til negativ differanseavkastning for fondet samlet dette året, til tross for høy meravkastning innen aksjeforvaltningen.

Fra januar 2002 til juni 2007 var gjennomsnittlig årlig differanseavkastning i renteforvaltningen på nærmere 0,36 prosentpoeng. I samme periode er realisert relativ volatilitet beregnet til knapt 0,12 pst. Informasjonsbrøken i renteforvaltningen kan i samme periode anslås til om lag 3, som er usedvan-

lig høyt. I siste halvår av 2007 er differanseavkastningen beregnet til knapt -1,4 prosentpoeng, mens realisert relativ volatilitet anslås til 0,82 prosent.

For hele perioden fra januar 2002 til desember 2007 oppnås en differanseavkastning på i underkant av 0,10 prosentpoeng pr. år med en realisert relativ volatilitet på 0,34 prosent. Informasjonsbrøken for hele perioden anslås til nærmere 0,3.

Dette utviklingsforløpet er illustrert i figur 2.15a, som viser et betydelig fall i akkumulert differanseavkastning i løpet av andre halvår 2007. Det går videre fram av figur 2.15b at samlet verdiskaping innen renteforvaltningen målt i kroner er negativ for hele perioden sett under ett med nærmere 3 mrd. kroner, noe som innebærer at den akkumulerte meravkastningen som ble oppnådd i perioden fra 1998 til sommeren 2007 mer enn oppveies av tapene i andre halvdel av fjoråret. Når fallet i akkumulert meravkastning er en del større målt i kroner (figur 2.15b) enn i prosent (figur 2.15a) må dette ses i sammenheng med at fondet har vokst sterkt i denne perioden, slik at det prosentvise tapet i 2007 regnes av et betydelig større beløp enn gevinstene tidligere i perioden. Figur 2.15c viser tilsvarende utviklingsforløp innen aksjeforvaltningen målt i kroner. Det går fram av figuren at hendelsene etter sommeren 2007 hadde mindre konsekvenser for den akkumulerte differanseavkastningen innen aksjeforvaltningen.

Det forløpet som er skissert i figuren for renteforvaltningen likner mye på inntjeningen til et forsikringsselskap som selger forsikring mot hendelser som inntreffer svært sjelden. Før hendelsen inntreffer blir akkumulert avkastning større og større, uten særlig stor variasjon rundt trenden. Når hendelsen inntreffer som i dette tilfellet først etter flere år, reduseres akkumulert avkastning betydelig. En mulig forklaring på utviklingen i renteporteføljens akkumulerte differanseavkastning er at en i perioden fra januar 2002 fram til sommeren 2007 bl.a. har tjent på å høste ulike likviditets- og kredittpremier, som er analogt med å selge forsikring tilknyttet likviditets- og kredittkriser. Krisen som inntraff i kredittmarkedene høsten 2007 førte til store tap på disse posisjonene og kan tolkes analogt med et forsikringsselskap som må betale ut forsikring til forsikringstakerne når uhellet inntreffer.

Denne type aktive forvaltningsstrategier illustrerer betydningen av å legge til grunn en lang tids horisont for å vurdere resultatene i forvaltningen. Det synes videre opplagt at informasjonsbrøken er lite egnet som vurderingskriterium for denne typen strategier.

Den aktive aksjeforvaltningen har i hele perio-

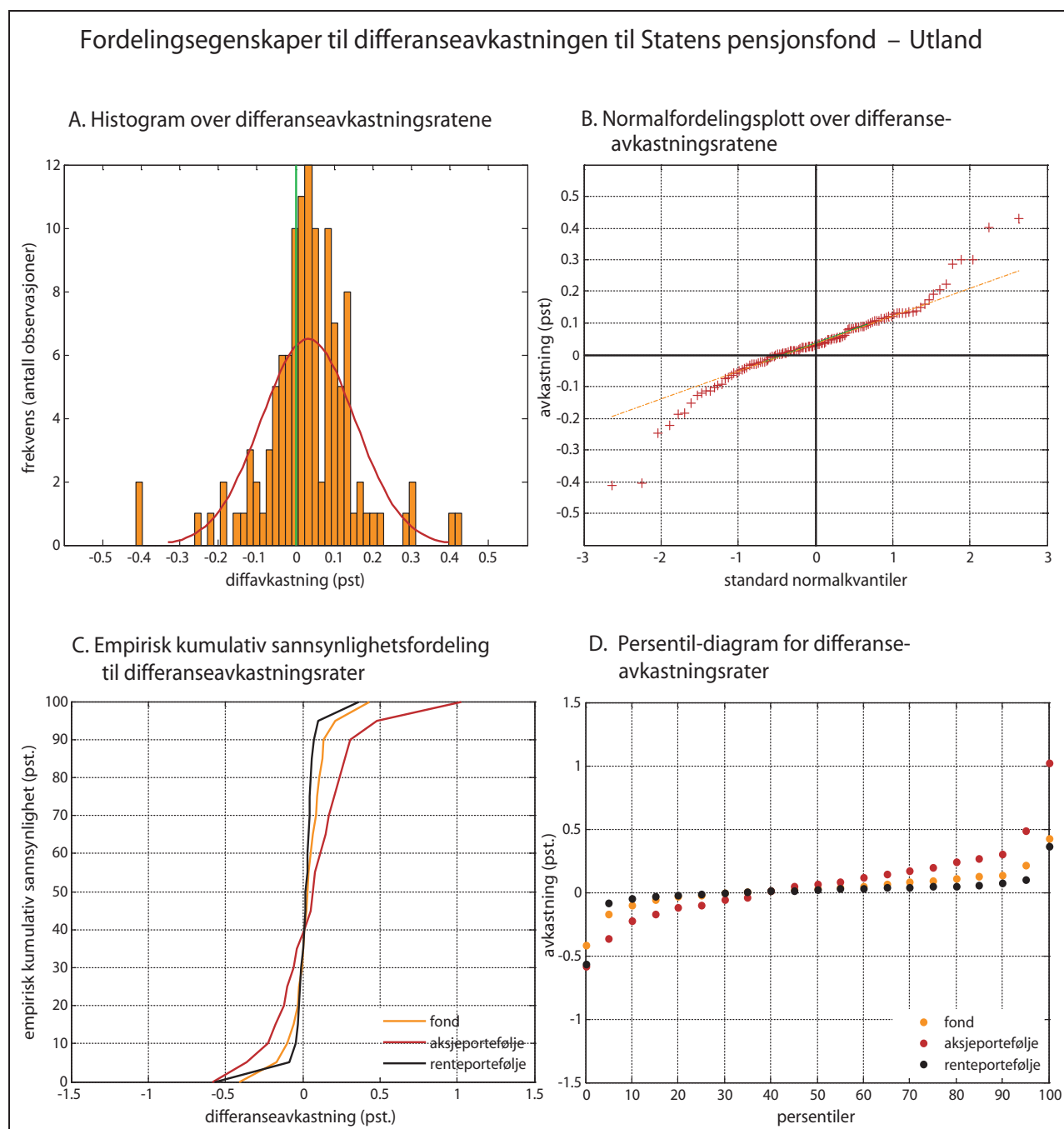
den sett under ett vært betydelig mer risikabel enn den aktive renteforvaltningen. Beregninger viser at den relative risikoen i aksjeforvaltningen står for det meste av av fondets samlede relative risiko.

Det er ut fra figur 2.16a vanskelig å trekke noen klare konklusjoner om at differanseavkastningen har vært venstreskjev, men det er tegn til fete haler. Dette inntrykket bekreftes av figur 2.16b, som viser at det er klare tegn til brudd på antakelsen om at differanseavkastningsratene er normalfordelt, ved at en observerer differanseavkastningsrater som ligger både betydelig under og betydelig over det en normalt ville forvente.

Statistiske tester viser at det er indikasjoner på venstreskjevhet for fondet totalt, og for alle delperiodene siden 2003 er verdien av testobservatoren signifikant. Testene viser videre at differanseavkastningen til aksjeporteføljen er høyreskjev (og signifikant) for hele perioden sett under ett, mens differanseavkastningen til renteporteføljen er sterkt venstreskjev (og signifikant) i nær alle delperioder. Det er også klare tegn til fete haler i differanseavkastningen for fondet totalt, aksjeporteføljen og renteporteføljen for hele perioden sett under ett, og (med unntak av aksjeporteføljen) for de to delperiodene 2003-2007 og 2005-2007. Statistiske tester for normalitetsantakelsen viser at hypotesen om normalfordelte differanseavkastningsrater kan forkastes for fondet totalt og for renteporteføljen, mens det er mer blandede resultater for aksjeporteføljen. Følgelig bør en være svært varsom med å basere sannsynlighetsutsagn om risikoen til differanseporteføljen og rentedifferansen utelukkende på relativ volatilitet. Når en skal fastsette en risikoramme for aktiv forvaltning, vil det være naturlig å ta hensyn til eventuelle avvik fra normalitetsantakelsen.

Ifølge figur 2.16c, som viser de empiriske kumulative sannsynlighetsfordelingene til differanseavkastningsratene, er minimumsdifferanseavkastningen til fondet beregnet til -0,4 pst. og maksimal årlig avkastning til 0,4 pst. Figuren illustrerer at i 10 pst. av alle månedene har differanseavkastningen vært lavere enn om lag -0,15 pst. Persentil-diagrammet i figur 2.16d viser at i 10 pst. av månedene har differanseavkastningen til fondet vært mindre eller lik -0,15 pst., mens differanseavkastningen for aksjeporteføljen har vært mindre eller lik -0,25 pst., og for renteporteføljen -0,10 pst.

I evalueringen av resultater i den aktive forvaltningen og i fastsettingen av en risikoramme for aktiv forvaltning (relativ volatilitet) legger en til grunn lineær uavhengighet i risikoen over tid. Det er derfor sentralt å undersøke i hvilken grad differanseavkastningsratene henger sammen over tid. Statistiske



Figur 2.16 Fordelingsegenskaper til månedlig differanseavkastning (målt nominelt i kroner) til Statens pensjonsfond – Utland

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

tester for autokorrelasjon viser at hypotesen om uavhengighet over tid i avkastningsratene ikke kan forkastes for noen av periodene eller delreferansene, med unntak av renteporteføljen de siste fem årene.

2.2.4 Ekstern evaluering av resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Årlig mottar departementet rapporter fra Mercer Investment Consulting og CEM Benchmarking

Inc. vedrørende forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, jf. boks 2.5. Departementet har gitt Mercer i oppdrag å verifisere og analysere avkastningen av Pensjonsfondet – Utland. Mercer viser i årsrapporten for 2007 at deres uavhengige beregninger av avkastning og markedsverdi for fondet stemmer overens med Norges Banks beregninger. I de tilfeller hvor avkastningen ikke stemmer overens med Norges Banks beregninger, har banken gitt tilfredstillende forklaring på avvikene.

Boks 2.5 Sammenlikning av Statens pensjonsfond – Utlands avkastning og kostnader med store pensjonsfond

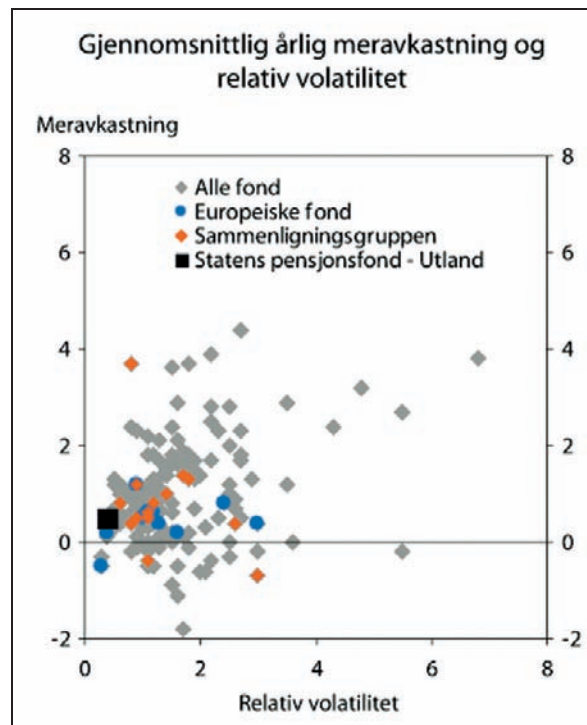
CEM Benchmarking Inc. (CEM) utarbeider på oppdrag fra Finansdepartementet en omfattende årlig rapport som sammenlikner Pensjonsfondet – Utlands avkastning, meravkastning og forvaltningskostnader med andre store fond. Sammenlikningsgruppen består av de største fondene i CEM-undersøkelsen (13 amerikanske, 3 kanadiske og 3 europeiske fond). I tillegg sammenliknes fondets avkastning med 25 europeiske fond. Medianstørrelsen av de europeiske fondene er 19 mrd. euro, mot sammenlikningsgruppens 77 mrd. euro. Pensjonsfondets gjennomsnittlige markedsverdi i 2006 var på 193 mrd. euro. Datagrunnlaget er basert på egenrapportering fra fondene som kjøper tjenester fra CEM.

Meravkastning

En sammenlikning over tid av faktisk avkastning i Statens pensjonsfond – Utland med avkastningen på referanseporteføljen viser hvilken meravkastning Norges Bank har skapt. I figur 2.17 vises gjennomsnittlig meravkastning og relativ volatilitet for femårsperioden 2002–2006 for Statens pensjonsfond – Utland og de ulike sammenlikningsgruppene. Av figuren ser en at Pensjonsfondet – Utland, i likhet med flertallet av andre fond, har hatt positiv meravkastning over denne perioden. En ser også at Pensjonsfondet – Utland skiller seg fra de fleste andre fond ved å ha mindre variasjon i meravkastningen, dvs. lavere relativ volatilitet.

CEM har beregnet at Pensjonsfondet – Utland i femårsperioden fram til 2006 oppnådde en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,5 prosentpoeng. Til sammenlikning er den mest typiske meravkastningen (medianen) 0,6 prosentpoeng i de europeiske fondene og 0,8 prosentpoeng i sammenlikningsgruppen. Analysene viser samtidig at Pensjonsfondet – Utlands meravkastning er skapt ved bruk av betydelig mindre aktiv risiko (relativ volatilitet) enn de andre fondene.

Både sammenlikningsgruppen og de europeiske fondene har skapt meravkastning i aktivklasser som Pensjonsfondet – Utland ikke er investert i. Sammenlikning av rente- og aksjeforvaltningens meravkastning med andre fonds rente- og aksjeforvaltning gir derfor et bedre bil-



Figur 2.17 Gjennomsnittlig årlig meravkastning og relativ volatilitet for Statens pensjonsfond – Utland og andre fond. 2002–2006. Prosent.

Kilde: CEM Benchmarking Inc.

de av hvordan Norges Bank har lyktes i forhold til andre forvaltere. Den gjennomsnittlige meravkastningen i aksjeforvaltningen i femårsperioden var 0,6 prosentpoeng, mens sammenlikningsgruppens median var 0,5 prosentpoeng. Renteforvaltningens gjennomsnittlige meravkastning i perioden var 0,4 prosentpoeng, mens sammenlikningsgruppens medianavkastning var 0,6 prosentpoeng. Analysene viser også at både rente- og aksjeforvaltningen i Pensjonsfondet – Utland har mindre variasjon i meravkastningen enn hva som er typisk for andre fond.

Forvaltningskostnader

CEM-rapporten viser at Norges Banks totale forvaltningskostnader i 2006 for Statens pensjonsfond – Utland var på 0,098 pst. av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Dette er den laveste forvaltningskostnaden for alle de fondene CEM samler inn data fra. Ettersom de totale forvalt-

Boks 2.5 (forts.)

ningskostnadene i stor grad reflekterer fondenes aktivasammensetning, og som for Pensjonsfondet – Utland er et resultat av Finansdepartementets investeringsstrategi, gir slike sammenlikninger ikke et fullgodt bilde av om Norges Banks forvaltning er kostnadseffektiv.

CEM har derfor utarbeidet en kostnadsreferanse basert på aktivasammensetningen for Pensjonsfondet – Utland. Kostnadsreferansen indikerer hvilke kostnader sammenlikningsgruppen – verdens største pensjonsfond – ville hatt med Pensjonsfondets aktivasammensetning. Analysen viser at de faktiske forvaltningskostnadene i 2006 var 0,01 prosentpoeng lavere enn kostnadsreferansen. Dette skyldes i hovedsak at Norges Bank har valgt mer intern forvaltning enn sammenlikningsgruppen. Intern forvaltning koster langt mindre enn ekstern forvaltning.

Referanseporteføljens avkastning

Finansdepartementet har fastsatt en referanseportefølje for Statens pensjonsfond – Utland. Analysene til CEM viser at Pensjonsfondet – Utlands gjennomsnittlige årlige avkastning i referanseporteføljen i femårsperioden fram til 2006 var 6,5 pst. målt i referanseporteføljens valutakurv. Tilsvarende var sammenlikningsgruppens og de europeiske fondenes medianavkastning 9,2 pst. og 7,6 pst., målt i hvert enkelt fonds respektive valuta.

Sammenlikning av totalavkastning mellom fond er vanskelig fordi forskjellige fond har ulik valutasammensetning og referansevaluta. Valutakurssvingninger medfører at avkastningen vil avhenge av hvilken referansevaluta en benytter. I femårsperioden fram til 2006 var eksempelvis

avkastningen i fondets referanseportefølje målt mot euro 3,0 pst., mens den var 11,5 pst. målt mot USD. Den store forskjellen skyldes at USD svekket seg mye mot euro i denne perioden.

Forskjellen i referanseporteføljens avkastning vil også være et resultat av ulik aktivaklasse- og regionsammensetning. Pensjonsfondet – Utland har til nå skilt seg fra andre store pensjonsfond ved en lavere aksjeandel og at fondet ikke er investert i eiendom og unoterte aksjer. CEM har beregnet at dersom de andre fondene hadde Pensjonsfondets aktivaklassesammensetning i femårsperioden fram til 2006, ville den årlige indeksavkastningen blitt redusert med 0,7 prosentpoeng for sammenlikningsgruppen og 1,4 prosentpoeng for de europeiske fondene. Denne differansen skyldes at andre fond har hatt høyere allokering til noterte og unoterte aksjer og eiendom. Femårsperioden har vært en historisk god periode for eiendomsmarkedet. For øvrig skiller Pensjonsfondet – Utland seg også fra andre fond ved at investeringene er spredt på mange markeder og valutaer, mens de fleste av pensjonsfondene i sammenlikningsgruppene har hoveddelen av investeringer i hjemmemarkedene.

Investeringsstrategien som ligger til grunn for referanseporteføljens sammensetning er basert på avveininger av langsiktige forventninger til avkastning og risiko i kapitalmarkedene, jf. kapittel 3. I et slikt perspektiv er en femårsperiode kort. Dersom sammenlikningene hadde blitt gjort for en annen femårsperiode kunne resultatene vært annerledes.

Et sammendrag av analysene for 2006 er publisert på Finansdepartementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

Sammenlikning av Pensjonsfondet – Utlands resultater med andre store institusjonelle forvaltere er en viktig del av analysene av Norges Banks aktive forvaltning. I analysene fra CEM er meravkastningen i Pensjonsfondet – Utland noe lavere enn for sammenliknbare fond. Analysene viser at den relative volatiliteten er klart lavere enn hva som er tilfellet for andre fond. Slike sammenlikninger blir imidlertid vanskeliggjort ved at muligheten til å skape meravkastning vil variere med

hvilke investeringsrammer og -retningslinjer fondene er gitt. Både Pensjonsfondet – Utland og andre fond har referanseporteføljer som ikke inneholder alle de typer aktiva som fondene kan investeres i. Det er normalt lettere å oppnå meravkastning i forhold til en slik referanse enn om man skulle målt avkastningen mot en mer sammensatt referanse som bedre reflekterer verdiutviklingen i alle typer aktiva fondet kan investeres i

Tabell 2.12 Gjennomsnittlig årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen på referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Norge målt nominelt i kroner. Prosent

	1998–2007	2003–2007	2005–2007	2007
<i>Referanseporteføljen totalt</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,36	11,27	9,11	7,26
Standardavvik	4,99	5,39	5,50	7,31
<i>Aksjereferanse – Norge</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	11,99	30,86	25,75	11,72
Standardavvik	21,71	17,75	15,69	13,37
<i>Aksjereferanse – Norden</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,68	21,53	15,97	1,14
Standardavvik	22,18	15,65	13,72	12,58
<i>Rentereferanse – Norge</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,55	5,26	2,52	3,20
Standardavvik	2,94	3,19	2,11	1,73

¹ For aksjeinvesteringene i Norden er tidsperioden juni 2001-2007.

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

2.3 Resultater i Statens pensjonsfond – Norge¹⁰

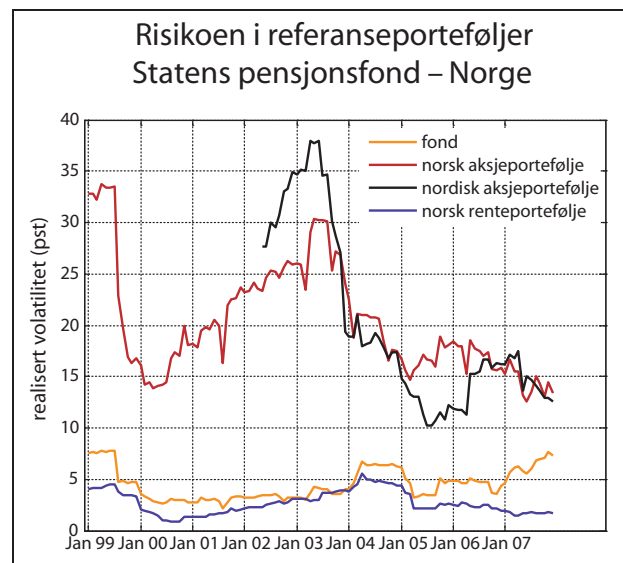
2.3.1 Utviklingen i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge

For Statens pensjonsfond – Norge fastsatte departementet fram til utgangen av 2007 overordnede plasseringsrammer, mens den mer detaljerte referanseporteføljen for måling av avkastning og risiko ble fastsatt av Folketrygdfondets styre. Som nevnt er dette endret fra 1. januar 2008, slik at departementet framover vil fastsette overordnede plasseringsrammer gjennom valg av referanseportefølje og ramme for tillatte avvik, slik en gjør for Statens pensjonsfond – Utland, se kapittel 1.5 for en beskrivelse av investeringsretningslinjene som gjelder fra 2008.

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge avhenger i stor grad av markedsutviklingen i referanseporteføljen. Referanseporteføljen for aksjeinvesteringer i Norge er representert ved Oslo Børs hovedindeks (OSEBX), mens VINX Benchmark (CMVINXBINN) benyttes som referanseportefølje for aksjeplasseringer i Danmark, Finland og Sverige.¹¹ Den nordiske aksjereferansen ble etablert i 2007, og erstattet indeksen FTSE NOREX30 som tidligere ble benyttet. Referanseporteføljen for nor-

ske renteplasseringer besto i 2007 av en sammensatt indeks som reflekterer utviklingen i det norske rentemarkedet, mens referanseporteføljen for plasseringer i nordiske renteinstrumenter besto av obligasjoner som inngår i indeksen Lehman Global Aggregate Scandinavia.

Referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Norge samlet er satt sammen av ovennevnte delreferanseporteføljer. Ved utgangen av 2007 hadde referanseporteføljen for investeringer i norske aksjer en vekt på om lag 51 pst. i totalporteføljen, referanse-



Figur 2.18 Risikoen i referanseporteføljer Statens pensjonsfond – Norge. Rullerende tolv måneders standardavvik til avkastningen målt i kroner. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

¹⁰ Resultatanalysen er basert på data fra Folketrygdfondet og beregninger med utgangspunkt i disse, gjennomført i departementet.

¹¹ Selskaper som er børsnotert på Island og i Norge og som inngår i VINX Benchmark er tatt ut av indeksgrunnlaget.

porteføljen for investeringer i nordiske aksjer hadde en vekt på 9 pst. og obligasjonsreferansens vekt var 40 pst. (34 pst. i Norge og 60 pst. i øvrige nordiske land).

Resultatomtalen i denne meldingen omhandler avkastning og risiko for den norske aksje- og renteporteføljen og den nordiske aksjeporteføljen, samt Pensjonsfondet – Norge totalt, men ikke investeringer i nordiske rentepapirer siden slike investeringer først ble foretatt i februar 2007.

Avkastning og risiko knyttet til totalreferansen og delreferansene for ulike perioder framgår av tabell 2.12. De siste fem årene var gjennomsnittlig årlig avkastning på fondets referanseportefølje 11,3 pst., som er klart høyere enn avkastningen i perioden 1998-2007 sett under ett. Avkastningen på totalreferansen har gradvis blitt redusert de siste årene, og var i 2007 på linje med gjennomsnittsavkastningen i hele perioden sett under ett.

Risikoen knyttet til fondets referanseportefølje, målt ved standardavviket til avkastningen, har variert fra 3 pst. til 8 pst. i perioden 1998-2007, jf. figur 2.18. Svingningene i avkastningen til totalreferansen har først og fremst vært drevet av en betydelig volatilitet i det norske og nordiske aksjemarkedet. Risikoen knyttet til totalreferansen utgjorde 5,4 pst. i siste femårsperiode, målt som et årlig gjennomsnitt, som er noe høyere enn normalvariasjonen i perioden 1998-2007.¹²

Avkastningen i det norske aksjemarkedet har vært vesentlig høyere enn avkastningen i det nordiske aksjemarkedet i hele perioden sett under ett, målt ved gjennomsnittlig årlig avkastning. De siste fem årene har gjennomsnittlig avkastning i det norske aksjemarkedet vært over 9 prosentpoeng høyere enn avkastningen i det nordiske aksjemarkedet. Fra 2003 til 2006 var avkastningen i aksjemarkedene i Norge og Norden svært høy. Risikoen i de to aksjemarkedene har samtidig vært forholdsvis lik i perioden 1998-2007 sett under ett. Dette har endret seg noe de siste årene, og i femårsperioden 2003-2007 var svingningene i det norske aksjemarkedet noe høyere enn i det nordiske aksjemarkedet.

Avkastningen av den norske rentereferansen var 5,6 pst. målt som et årlig gjennomsnitt i perioden 1998-2007. Dette er vel 6 prosentpoeng lavere

enn avkastningen av den norske aksjereferansen i samme periode. Siden 2003 har avkastningen på fondets referanseportefølje for rentebærende instrumenter gradvis blitt redusert. Risikoen i den norske rentereferansen har vært relativt lav i perioden 1998-2007, og nivået har blitt ytterligere redusert de seneste årene.

Det framgår av figur 2.19a at det er vanskelig å trekke noen klare konklusjoner om at avkastningen til fondets referanseporteføljer har vært venstreskjev eller har fete haler. Figur 2.19b viser heller ingen klare tegn til brudd på normalitetsantagelsen. De statistiske testene indikerer likevel venstreskjevhet og fete haler i avkastningsratene for hele perioden sett under ett. En av testene for normalitet (Jarque-Bera) viser at hypotesen om normalfordelte avkastningsrater kan forkastes, mens den andre testen for normalitet (Lilliefors) gir motsatt resultat. En test av autokorrelasjon viser at det ser ut til å være forholdsvis lav grad av tidsavhengighet i avkastningsratene til totalreferansen til fondet.

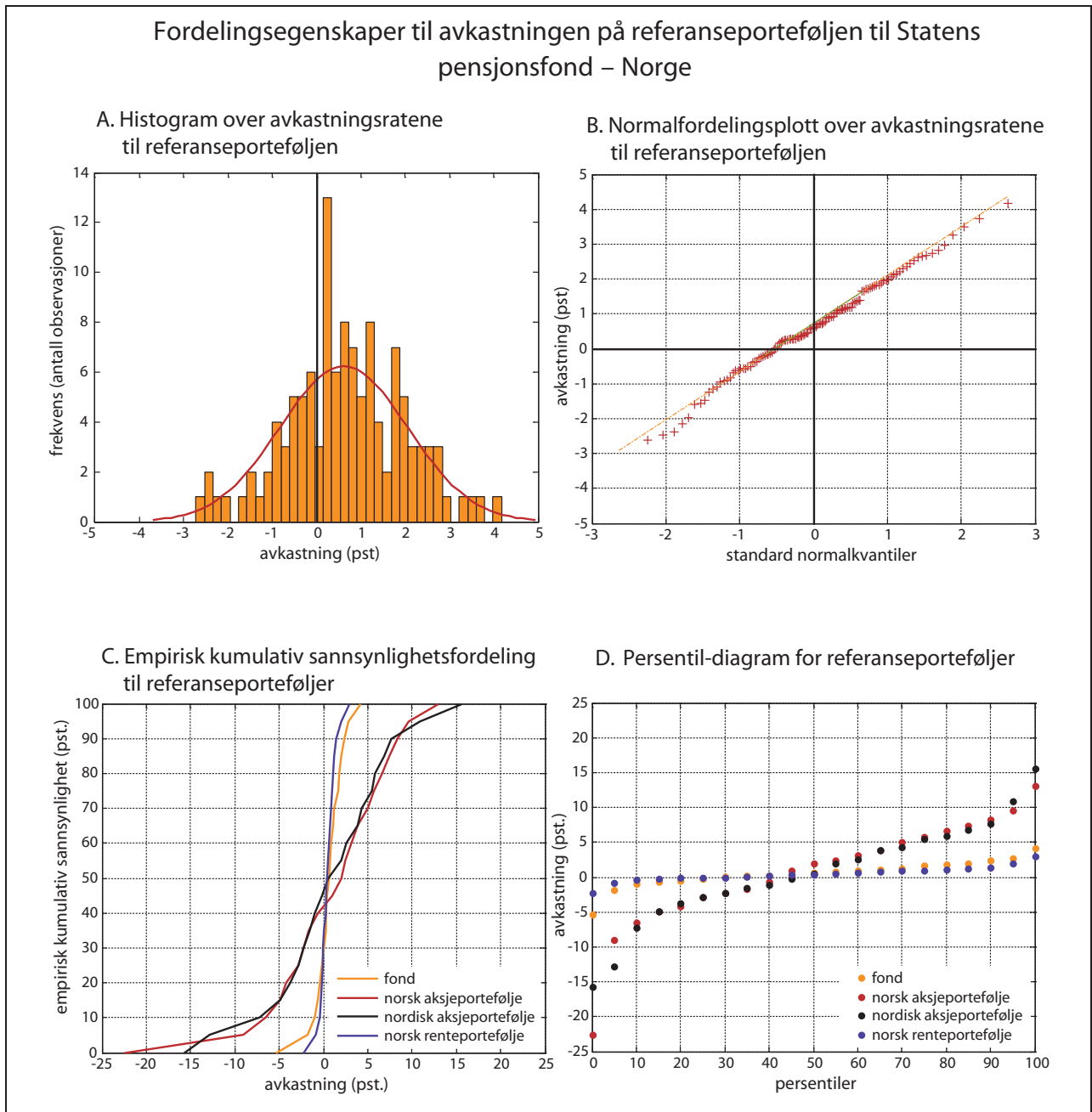
I tråd med den empirisk kumulative sannsynlighetsfordelingen i figur 2.19c er minimumsavkastningen til fondets referanseportefølje beregnet til om lag -5 pst. og maksimal månedlig avkastning til 4 pst. For den norske og nordiske aksjereferansen er spredningen betydelig større, mens den er mindre for den norske rentereferansen. Persentil-diagrammet i figur 2.19d viser at i 10 pst. av månedene har avkastningen til totalreferansen vært mindre eller lik rundt -1,5 pst., mens avkastningen for den norske aksjereferansen har vært mindre eller lik -7 pst., og for den norske rentereferansen mindre enn -0,5 pst.

2.3.2 Utviklingen i faktisk portefølje til Statens pensjonsfond – Norge

Den faktiske porteføljen til Statens pensjonsfond – Norge avviker noe fra referanseporteføljen, noe som i hovedsak kan tilskrives aktive investeringsbeslutninger i Folketrygdfondet. Målet med slike avvik er å oppnå høyere avkastning på den faktiske porteføljen enn på referanseporteføljen innenfor den risikorammen som er fastsatt. Avkastningen på og risikoen i den faktiske porteføljen vil derfor avvike noe fra det som gjelder for referanseporteføljen. Fondets avkastning og risiko framgår av tabell 2.13.

Som det framgår av tabellene 2.12 og 2.13, har den gjennomsnittlige avkastningen av den faktiske porteføljen vært noe høyere enn for referanseporteføljen for perioden 1998-2007 sett under ett, jf. også

¹² Den økte risikoen i fondet totalt i 2007 må også ses i sammenheng med at kontolånsordningen ble avvirket i desember 2006, slik at aksjeporteføljen etter dette utgjør en større andel av totalporteføljen enn tidligere. En må følgelig være forberedt på større årlige svingninger i avkastningen av Pensjonsfondet – Norge framover enn det en har sett historisk. Basert på noen enkle beregninger som er referert i St.meld. nr. 24 (2006-2007) er risikoen i fondet som følge av nedskrivning av kontolånene om lag doblet, og standardavviket til totalporteføljen kan ventes å øke betydelig.



Figur 2.19 Fordelingsegenskaper til månedlig avkastning (målt nominelt i kroner) på referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

figur 2.20. Samtidig har risikoen i den faktiske porteføljen vært noe lavere enn risikoen i referanseporteføljen i samme periode. I siste femårsperiode har både gjennomsnittlig avkastning og nivået på volatiliteten i den faktiske porteføljen vært noe lavere enn i referanseporteføljen. I 2007 var derimot avkastningen på den faktiske porteføljen betydelig høyere enn avkastningen på referanseporteføljen samtidig som risikoen i den faktiske porteføljen var noe lavere enn i referanseporteføljen.

Figurene 2.21 og 2.22 illustrerer at det for perioden 1998-2007 sett under ett har vært relativt

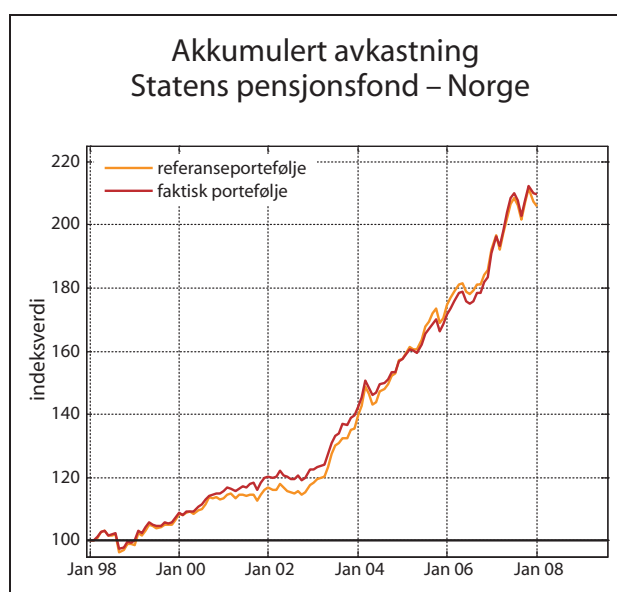
høy grad av samsvar mellom avkastningen og risikoen i den faktiske porteføljen og avkastningen og risikoen i referanseporteføljen. Mens nivået på avkastningen har vært omtrent lik for de to porteføljene, har nivået på volatiliteten i perioder vært en del lavere i den faktiske porteføljen enn i referanseporteføljen, bl.a. i perioden 2004-2006. Dette kan knyttes til at risikoen i den norske renteporteføljen i denne perioden har vært betydelig lavere enn risikoen i den norske rentereferansen og til lavbeta-profilen til den norske aksjeporteføljen.

Tabell 2.13 Gjennomsnittlig årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge målt nominelt i kroner. Prosent

	1998–2007	2003–2007	2005–2007	2007
<i>Faktisk portefølje totalt</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,52	10,89	9,68	9,59
Standardavvik	4,56	4,91	5,29	6,88
<i>Faktisk aksjeportefølje – Norge</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	13,04	29,79	24,73	16,04
Standardavvik	20,30	16,99	13,90	12,57
<i>Faktisk aksjeportefølje – Norden</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,72	21,61	16,62	3,60
Standardavvik	22,04	15,42	13,40	12,00
<i>Faktisk renteportefølje – Norge</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,21	4,53	2,34	2,91
Standardavvik	2,42	2,32	1,59	1,61

¹ For aksjeinvesteringene i Norden er tidsperioden juni 2001–2007.

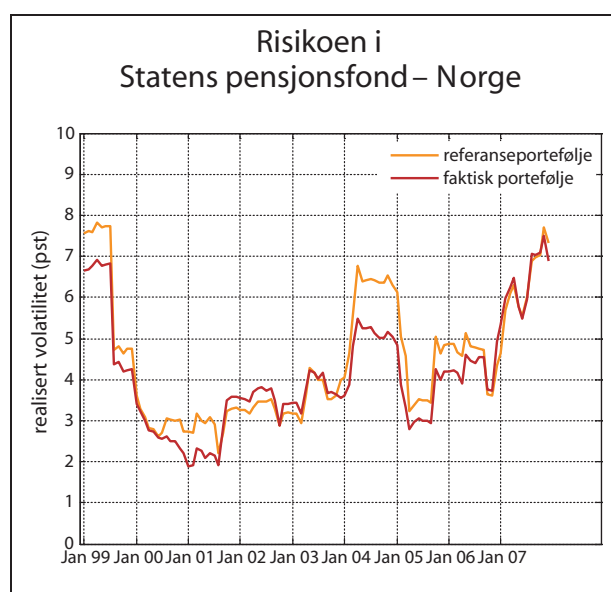
Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet



Figur 2.20 Akkumulert avkastning totalt Statens pensjonsfond – Norge målt nominelt i kroner. Indeks ved utgangen av 1997=100

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

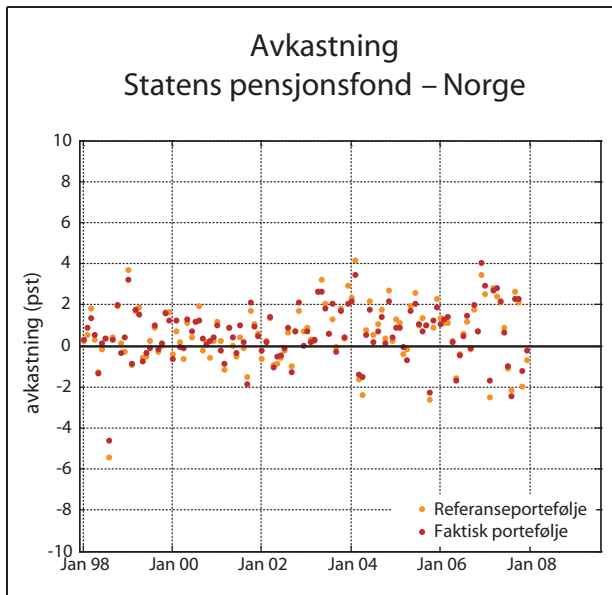
Figurene indikerer at det er beslutningene knyttet til fastsettingen av fondets overordnede investeringsstrategi, som operasjonaliseres gjennom utformingen av referanseporteføljen, som i hovedsak bestemmer både avkastningen og variasjonen i fondets avkastning. Departementets beregninger viser at mer enn 95 pst. av avkastningen i fondet kan tilskrives de valg som er tatt i utformingen av de overordnede plasseringsramme-



Figur 2.21 Rullerende tolvmåneders standardavvik til avkastningen i Statens pensjonsfond – Norge og fondets referanseportefølje målt nominelt i kroner. 1998–2007. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

ne for fondet, mens den resterende andel kan tilskrives de investeringsvalg Folketrygdfondet har tatt innenfor de retningslinjer som er fastsatt. Beregningene viser videre at variasjonene i referanseporteføljens avkastning forklarer om lag 94 pst. av variasjonene i fondets avkastning. Dette illustrerer at departementets overordnede investeringsstrategi, uttrykt gjennom plasseringsramme-



Figur 2.22 Avkastning av Statens pensjonsfond – Norge og fondets referanseportefølje. Månedlige avkastningstall 1998–2007 målt nominelt i kroner. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

ne i forskriften for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge og operasjonalisert i styrets valg av referanseportefølje for fondet, i stor grad bestemmer utviklingen i avkastningen av den faktiske porteføljen, jf. boks 2.6. Videre illustrerer boks 2.7 at fondets risiko har vært drevet av et fåtall posisjoner.

Statistiske tester gir visse indikasjoner til venstreskjevhet og fete haler i avkastningsratene til den faktiske porteføljen for hele perioden sett under ett. En av testene for normalitet (Jarque-Bera) viser at hypotesen om normalfordelte avkastningsrater kan forkastes, mens den andre testen for normalitet (Lilliefors) viser det motsatte resultat. Det er for øvrig ingen tegn til at avkastningsratene til den faktiske porteføljen er avhengige over tid.

2.3.3 Utviklingen i differanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge

I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge har Folketrygdfondet anledning til å avvike fra referanseporteføljen innenfor en fastsatt risikoramme. Både avkastnings- og risikobidraget fra den aktive forvaltningen måles løpende. Tabell 2.20 viser gjennomsnittlig differanseavkastning, standardavviket til differanseavkastningen (realisert relativ volatilitet) og informasjonsbrøken for ulike perioder fordelt på fondet samlet, aksjeporteføljen

for henholdsvis Norge og Norden, samt den norske renteporteføljen.

Statens pensjonsfond – Norge har en lang investeringshorisont. Fondet er en langsiktig investor og vil ha en stor portefølje av aksjer i det norske markedet. I tråd med dette legger departementet i oppfølgingen av Folketrygdfondets resultater vekt på utviklingen i pensjonsfondet over tid.

Folketrygdfondet har oppnådd en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,16 prosentpoeng i perioden 1998-2007. Det har imidlertid vært betydelige variasjoner i differanseavkastningen over tid, jf. figur 2.31. Meravkastningen var spesielt høy i 2006 og 2007, noe som bl.a. skyldes gode resultater i den norske aksjeforvaltningen.

Differanseavkastningen til fondet avviker fra et vektet gjennomsnitt av differanseavkastningen i delporteføljene, noe som kan tilskrives taktiske allokeringstilpasninger, dvs. at Folketrygdfondet i perioder har over- eller undervektet aktivaklassene (norske aksjer, nordiske aksjer, norske rentepapirer) relativt til aktivaklassevektene i den samlede referanseporteføljen.

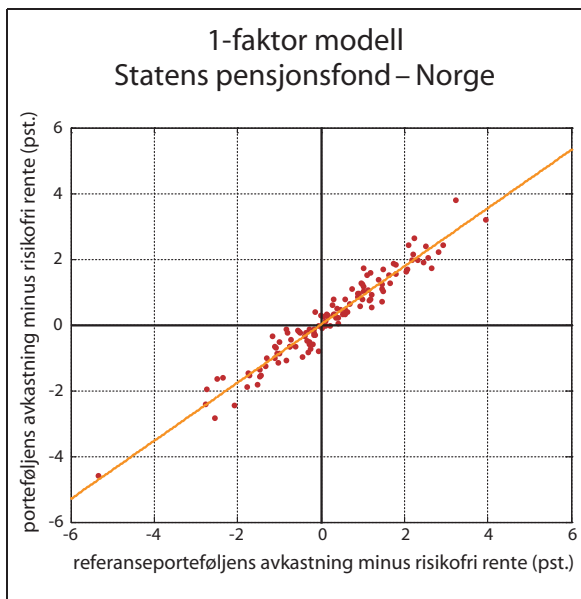
Tabell 2.20 viser at informasjonsbrøken har vært positiv for perioden 1998-2007 sett under ett (0,12). I siste femårsperiode har informasjonsbrøken imidlertid vært negativ, mens den har vært positiv og stigende de siste tre årene. I avsnitt 2.2.3 er det gjort nærmere rede for at informasjonsbrøken må tolkes varsomt og at den vil kunne variere mellom ulike aktive forvaltningsstiler.

Siden Folketrygdfondet i 2001 begynte å investere i Danmark, Finland og Sverige har forvaltningen av den nordiske aksjeporteføljen samlet for disse årene bidratt med en svak positiv meravkastning. I 2007 var meravkastningen relativt høy. I forvaltningen av den norske renteporteføljen er det oppnådd mindre meravkastning for perioden 1998-2007 sett under ett, og i alle delperiodene.

Utviklingen i realisert relativ volatilitet for totalporteføljen framgår av figur 2.32. Realisert relativ volatilitet har variert mellom 0,8 pst. og 1,7 pst. De høyeste nivåene ble oppnådd i løpet første halvdel av 2004. For hele perioden sett under ett beregnes realisert relativ volatilitet til 1,27 pst. Det framgår av figuren at nivået på relativ volatilitet har vært klart størst for den norske aksjeporteføljen. Mye av denne risikoen kan tilbakeføres til en beta som er noe forskjellig fra én, jf. boks 2.6.

Fondets samlede relative volatilitet for hele perioden er lavere enn det vektete gjennomsnittet av den relative volatiliteten i aksje- og renteporteføljene. Forklaringen ligger i relativt lav

Boks 2.6 Faktoranalyse Statens pensjonsfond – Norge



Figur 2.23 Sammenhengen mellom avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge og fondets referanseportefølje. 1998-2007. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

Figur 2.23 viser sammenhengen mellom avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge og fondets referanseportefølje. Hvert punkt i figuren viser avkastningen på fondet (fratrasket risikofri rente) og avkastningen på referanseporteføljen (fratrasket risikofri rente) i samme måned. Avkastningen på fondets faktiske portefølje kan leses av langs y-aksen, mens avkastningen på referanseporteføljen kan avleses langs x-aksen. Som det går fram av figuren, er det en klar positiv sammenheng mellom avkastningsratene for de to porteføljene. Variasjonen i referanseporteføljens avkastning forklarer en betydelig andel av variasjonen i fondets avkastning.

Tabell 2.14 oppsummerer resultatene fra den statistiske analysen for fondet samlet og for tre delporteføljene. Analysen er basert på månedlige avkastningsrater for perioden fra januar 1998 til desember 2007. Tabellen viser gjennomsnittlig årlig differanseavkastning målt i basispunkter. Porteføljenes beta kan anslås til 0,88, som er sig-

nifkant mindre enn 1. Tabellen viser at R-kvadrert for fondet totalt er anslått til 93,85, som innebærer at variasjonen i referanseporteføljens avkastning forklarer nesten 94 pst. av variasjonen i fondets avkastning. Det framgår videre av tabellen at realisert relativ volatilitet er beregnet til vel 1,27 pst., mens standardavviket til feilledningene fra regresjonen er anslått til 1,13 pst. Forskjellen mellom disse to størrelsene er et mål på hvor mye regresjonen forklarer av fondets differanseavkastning.

Tabell 2.14 viser at porteføljens alfa er anslått til knapt 0,47 pst. (46,86 basispunkter). Dette er et mål på hvor mye høyere avkastningen på fondet har vært enn avkastningen på en fiktiv indeksforvaltet portefølje med beta lik 0,88. Anslaget på alfa er imidlertid ikke statistisk signifikant.

Tabell 2.15 viser hvor stor andel av porteføljens relative volatilitet som skyldes forskjellen mellom betaestimaterne og referanseporteføljens beta (som her er lik 1), og omtales som «betaavviket». For fondet totalt kan 20 pst. av den relative volatiliteten tilskrives betaavviket, mens 80 pst. skyldes andre faktorer (bl.a. andre systematiske faktorer).

Resultatbidraget fra betaavviket relativt til referanseporteføljen (som pr. definisjon har beta lik 1) framgår av figur 2.24.

Resultatbidraget fra betaavviket kan betraktes på to ulike måter. For det første kan oppdragsgiver betrakte et negativt betabidrag som en kostnad knyttet til at forvalter ikke har tilpasset betan i den faktiske porteføljen til referanseporteføljens beta. Alternativt kan betabidraget utnyttes til å justere differanseavkastningen, slik at resultatene i den aktive forvaltningen kan sammenliknes med avkastningen på en portefølje som har samme beta som faktisk portefølje. Forvalter «kompenseres» i dette tilfellet for negative betabidrag, og «straffes» ikke for å operere med en lavbetaprofil. En slik betraktning forutsetter imidlertid at oppdragsgiver ikke legger avgjørende vekt på å oppnå betaeksponeringen i referanseporteføljen

Boks 2.6 (forts.)

Tabell 2.14 Regresjonsresultater 1-faktor modell Statens pensjonsfond – Norge. Basispunkter (1 basispunkt = 0,01 pst.)

Januar 1998 - Desember 2007	Total- porteføljen	Norsk aksjeportefølje	Nordisk aksjeportefølje	Norsk renteportefølje
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	15,51	105,22	3,71	-33,73
Alfa pr. år	46,86	167,51	6,14	-13,44
t-verdi alfa	1,28	1,27	0,24	-0,84
Beta	0,88	0,92	0,99	0,78
t-verdi beta	-5,49	-4,84	-2,00	-13,47
R-kvadrert	93,85	95,89	99,92	95,00
Std.avvik feilledd	113,30	412,83	64,38	49,83
Std.avvik differanseavkastning	127,07	452,23	66,05	79,58

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

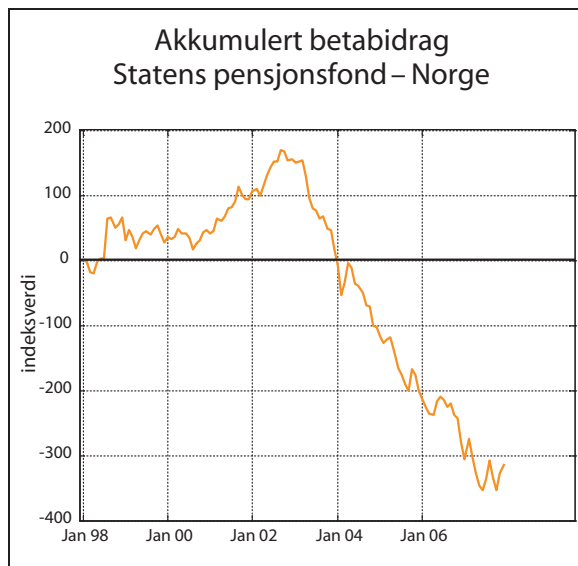
Tabell 2.15 Risikobidrag relativ volatilitet Statens pensjonsfond – Norge. Andeler

Risikobidrag	Total- porteføljen	Norsk aksjeportefølje	Nordisk aksjeportefølje	Norsk renteportefølje
Andel betaavvik	0,20	0,17	0,05	0,61
Andel residual	0,80	0,83	0,95	0,39
Samlet relativ volatilitet (basispunkter)	127,1	452,2	66,1	79,6

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

Figuren illustrerer at akkumulert betabidrag steg fram til slutten av 2002, noe som gjenspeiler at markedsavkastningen i denne perioden var lavere enn risikofri rente. Etter at markedsutviklingen bedret seg har betabidragene utviklet seg motsatt. Kostnaden knyttet til å følge en lavbeta-profil har vært betydelig i denne perioden.

Betaen til Statens pensjonsfond – Norge har variert over tid. Det reflekterer at forholdet mellom volatiliteten i faktisk portefølje og referanseporteføljen og korrelasjonen mellom avkastningen på de to porteføljene, har endret seg over tid. Figur 2.25 viser utviklingen i forholdet mellom fondets og referanseporteføljens standardavvik og korrelasjonen mellom avkastningen på de to porteføljene. I store deler av perioden fra 1999 til 2007 har fondet hatt lavere risiko enn referanseporteføljen. Samtidig har korrelasjonen i perioder vært betydelig lavere enn 1, særlig i perioden fra 2000 til 2002.



Figur 2.24 Betabidrag Statens pensjonsfond – Norge. Indeks ved utgangen av 1997 = 0.

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

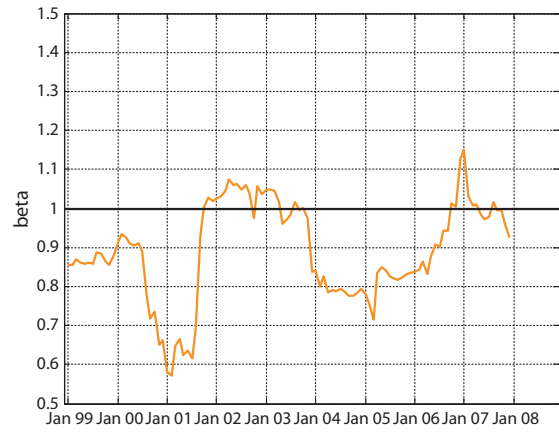
Boks 2.6 (forts.)

Beta er beregnet som produktet av forholdstallet mellom risikonivået i de to porteføljene og korrelasjonen, og vises i figur 2.26. Det framgår av figuren at fondets beta har variert mye over tid, og at den i perioder har vært betydelig lavere enn 1. Det har vært en viss økning i betaen de siste årene.

Som følge av at fondets beta og avkastningen på referanseporteføljen varierer over tid, vil det også være stor variasjon i betabidragene til differanseavkastningen, jf. figur 2.27. Det gjennomsnittlige årlige betabidraget er beregnet til minus 0,26 pst. (26 basispunkter), og standardavviket til betabidragene er estimert til 0,73 pst. (73 basispunkter). Standardavviket til differanseavkastningen eller realisert relativ volatilitet er tidligere anslått til 1,27 pst. (127 basispunkter).

Lavbetaprofilen til Statens pensjonsfond – Norge forklarer en del av fondets aktive risiko (relativ volatilitet), som vist i figur 2.28. Dersom fondet hadde hatt en beta tilnærmet lik referanseporteføljens beta, ville utviklingen i realisert relativ volatilitet vært som i den røde kurven. Forskjellen mellom de to kurvene er et mål på

Tidsutvikling i betaen til Statens pensjonsfond – Norge

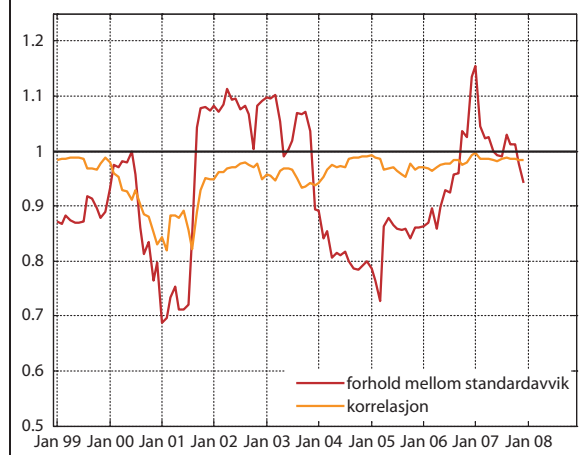


Figur 2.26 Tidsutvikling i betaen til Statens pensjonsfond – Norge.

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

den økningen en får i relativ volatilitet som følge av betaavviket.

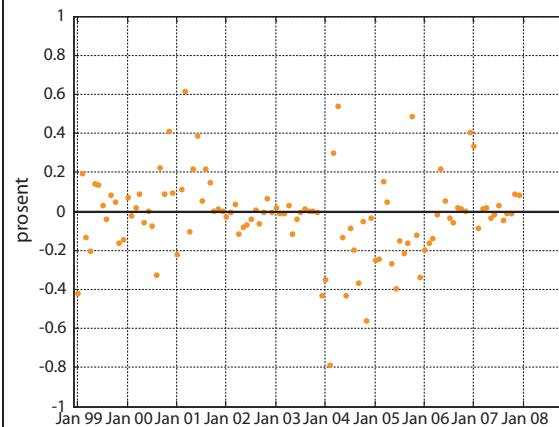
Volatilitet og korrelasjon Statens pensjonsfond – Norge



Figur 2.25 Volatilitet og korrelasjon Statens pensjonsfond – Norge.

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

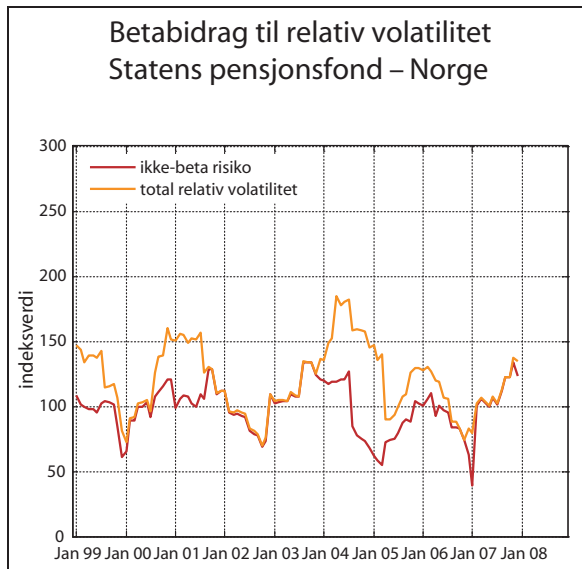
Betabidrag til differanseavkastningen Statens pensjonsfond – Norge



Figur 2.27 Beta-bidrag til differanseavkastningen Statens pensjonsfond – Norge. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

Boks 2.6 (forts.)



Figur 2.28 Betabidrag til relativ volatilitet Statens pensjonsfond – Norge.

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet



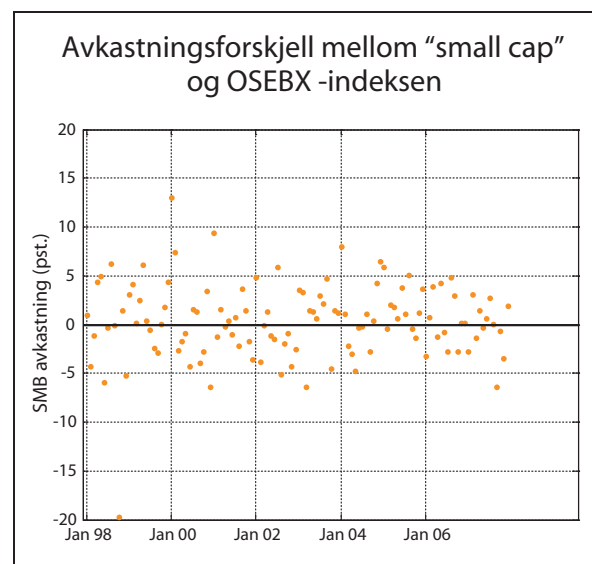
Figur 2.29 Utvikling i indekser for «small cap» og «large cap» Oslo Børs. Indeks 1998 = 100.

Kilde: Finansdepartementet

Figur 2.29 viser utviklingen i to indekser som noteres på Oslo Børs. Den ene indeksen er her utnyttet som en proxy for avkastningen på «small cap»-segmentet, mens den andre indeksen antas å representere «large cap»-segmentet. Det framgår av figuren at små aksjeselskaper i perioden har hatt en betydelig sterkere utvikling enn de store selskapene. Gjennomsnittlig årlig avkastning for store selskaper har vært om lag 13 pst., mens standardavviket til avkastningen (absolutt volatilitet) har vært rundt 22 pst. «Small cap»-segmentet har hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på knapt 18 pst. med tilhørende standardavvik på 23 pst.

Figur 2.30 viser forskjellen i avkastning «small-cap» segmentet og «large-cap» segmentet på Oslo børs. Avkastningsforskjellen er betegnet SMB («small minus big»). Dersom en ved inngangen til hver måned hadde kjøpt «small cap» selskaper og finansiert kjøpet ved å gå «short» i store selskaper, ville en oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning på nærmere 4,6 pst. Standardavviket til avkastningen ville vært

om lag 14 pst. Det er disse avkastningsforskjellene som representerer den andre faktoren i relasjon (1) i boks 2.3.



Figur 2.30 Avkastningsforskjell mellom «small cap» og Oslo Børs hovedindeks. Prosent

Kilde: Finansdepartementet

Boks 2.6 (forts.)

Tabell 2.16 viser resultatene fra de to regresjonsanalysene. Resultatet av de statistiske analysene viser en beta relativt til referanseporteføljen på om lag 0,9 (signifikant mindre enn 1 i begge tilfeller). I 2-faktor modellen er SMB-betaen estimert til -0,1 (signifikant lavere enn null). Dette indikerer at den norske aksjeporteføljen både har hatt mindre generell markedseksposering og en overeksponering mot store selskaper relativt til små. En kunne med andre ord oppnådd høyere avkastning ved å være «nøytral» i forhold til eksponeringen mot store og små selskaper og ved å operere med samme generelle markedseksposeringen som referanseporteføljen. «Kostnaden» knyttet til den lave betaen relativt til referanseporteføljen er estimert til knapt 0,7 pst. pr. år, mens «undereksposeringen» mot små aksjeselskaper har redusert årlig avkastning med om lag 0,45 pst. 2-faktor modellen har noe høyere forklaringskraft enn 1-faktor modellen, og standardavviket til feilleddene er også tilsvarende lave.

Anslagene for «kostnaden» ved at den norske aksjeporteføljen har hatt henholdsvis en mindre generell markedseksposering og en overeksponering mot store selskaper relativt til små, må tolkes med forsiktighet. Enkelte av de små selskapene som inngår i indeksen for «small cap»-segmentet inngår ikke i fondets referanseportefølje, noe som innebærer at kostnadsanslaget på 0,45 pst. trolig overdriver effekten av å være undereksponert mot små selskaper. Videre vil en eksponering mot små aksjeselskaper kunne innebære økte forvaltningskostnader, bl.a. knyttet til transaksjoner i selskaper som er lite omsettelige og eieroppfølging, som ikke er reflektert i kostnadsanslagene ovenfor.

Fordi avkastningen på investeringer i små selskaper har vært høyere enn avkastningen på store selskaper, og som følge av at det har vært en positiv avkastning på referanseporteføljen (utover risikofri rente), er estimert alfa betydelig høyere enn den ujusterte differanseavkastningen. Gitt den lave «systematiske» risikoek-

Tabell 2.16 Regresjonsresultater 2-faktor modell Statens pensjonsfond – Norge. Basispunkter

	2-faktor modell	1-faktor modell
Gjennomsnittlig differanse- avkastning pr. år	105	105
Alfa	218	168
t-verdi alfa	1,72	1,27
Beta	0,91	0,92
t-verdi beta	-5,51	-4,84
SMB – beta	-0,10	
t-verdi SMB – beta	-3,60	
R-kvadrert	96,3	95,9
Std.avvik residual	392	413
Std.avvik differanse- avkastning	452	452

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

sponeringen i porteføljen, kan en si at forvalter har gjort det bedre enn en kunne ventet.

Tabell 2.17 viser hvordan realisert relativ risiko kan fordeles på betaeksponeringen og hvor mye som er uforklart. I 2-faktor modellen forklarer de to faktoreksponeringene 25 pst. av realisert relativ risiko, mens betaavviket i 1-faktor modellen forklarer 17 pst. av variasjonen i differanseavkastningen.

Tabell 2.17 Dekomponering av realisert relativ risiko Statens pensjonsfond – Norge. Andeler

	2-faktor modell	1-faktor modell
Beta	0,18	0,17
SMB – beta	0,07	
Restledd	0,75	0,83
Realisert relativ volatilitet (basispunkter)	452	452

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

Boks 2.7 Dekomponering av risiko – Statens pensjonsfond – Norge

Tabell 2.18 Bidrag fra aktivklasser til samlet risiko i Statens pensjonsfond – Norge

Risikodekomponering	Prosentpoeng	Andel
Danske obligasjoner	0,05	0,35
Svenske obligasjoner	0,07	0,47
Norske obligasjoner	1,03	6,46
Danske aksjer	0,13	0,82
Svenske aksjer	0,83	5,21
Norske aksjer	13,76	86,70
Risiko	15,87	100,0

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

Tabell 2.18 viser hvordan referanseporteføljens risiko fordeler seg i prosentpoeng og andeler på henholdsvis danske, svenske og norske obligasjoner og aksjer.¹

I referanseporteføljen inngår aksjer med 60 pst., mens beregninger viser at aksjeporteføljen står for mer enn 90 pst. av referanseporteføljens samlede risiko. I referanseporteføljene for både aksjer og obligasjoner inngår de norske markedene med 85 pst. og de nordiske (utenom Norge og Island) inngår med 15 pst. Om lag 93 pst. av samlet risiko kan tilbakeføres til de norske verdipapirmarkedene, som reflekterer at volatiliteten i det norske aksjemarkedet er høyere enn volatiliteten i de øvrige nordiske aksjemarkedene.

Den norske aksjeporteføljen er den største risikobidragsteren. Det er følgende interessant å se nærmere på denne porteføljen for å finne ut hvilke aksjeselskaper som står bak de største risikobidragene. Fordi selskaps sammensetningen av referanseporteføljen endrer seg med jevne mellomrom er beregningene basert på data for de siste fem årene. Dette er en periode med relativt lav volatilitet og kan ikke sammenlignes med

perioden 1900 – 2006. Absolutt volatilitet for referanseporteføljen for denne perioden er estimert til 17,3 pst. Tabell 2.19 viser de 15 selskapene som bidrar med mest risiko til aksjereferansen. Til sammen står disse for 13,1 prosentpoeng av risikoen på 17,3 pst., som tilsvarer 75 pst. av totalen. I kraft av sin størrelse bidrar Statoil-Hydro med nesten 20 pst., til tross for at standardavviket til avkastningen for dette selskapet er forholdsvis lavt sammenliknet med flere av de andre selskapene som inngår i referanseporteføljen. De fem største bidragsyterne har et samlet bidrag på nesten 50 pst.

Tabell 2.19 Risikobidrag fra ulike selskaper Statens pensjonsfond – Norge

Navn	Prosentpoeng	Andel
StatoilHydro ASA	3,4	19,34
Telenor ASA	1,5	8,50
Orkla ASA	1,4	8,02
Acergy ASA	1,1	6,44
Norsk Hydro ASA	1,1	6,12
DnB NOR ASA	0,9	5,04
Seadrill Ltd	0,7	4,32
Yara International ASA	0,5	2,84
Storebrand ASA	0,4	2,54
Petroleum Geo-Services	0,4	2,38
Tandberg ASA	0,4	2,26
Fred Olsen Energy ASA	0,4	2,12
Marine Harvest	0,3	2,01
Prosafe SE	0,3	1,92
Aker Kværner	0,3	1,51

Kilde: Finansdepartementet

¹ Beregningen er basert på data fra perioden 1900 – 2006, som var en periode preget av relativt høy volatilitet i aksje- og obligasjonsmarkedet. Data for de finske markedene har ikke vært tilgjengelig.

samvariasjon mellom differanseavkastningsrate i aksje- og renteforvaltningen, jf. figur 2.33. Samvariasjonen mellom differanseavkastningen på den norske aksjeporteføljen og den norske renteporteføljen var 0,14 i perioden 1998-2007 sett under ett, mens samvariasjonen mellom differanseavkastningen på den norske og den nordiske aksjeporteføljen var 0,11 i samme periode.

Samtidig har samvariasjonen mellom den norske renteforvaltningen og den nordiske aksjeforvaltningen vært negativ (-0,15) i perioden 1998-2007.

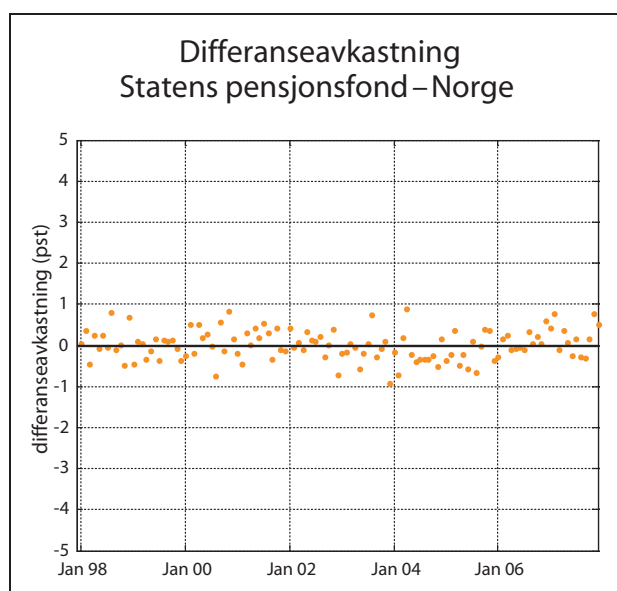
Histogrammet i figur 2.34a viser at det er vanskelig å trekke noen klare konklusjoner om at differanseavkastningen til fondet har vært venstreskjev eller har fete haler. Det framgår av figur 2.34b at det heller ikke er klare tegn til brudd på

Tabell 2.20 Differanseavkastningen¹ og standardavviket til differanseavkastningen (relativ volatilitet) for Statens pensjonsfond – Norge målt nominelt i kroner. Prosentpoeng og prosent

	1998–2007	2003–2007	2005–2007	2007
<i>Hele porteføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	0,16	-0,38	0,57	2,33
Standardavvik	1,27	1,33	1,24	1,35
Informasjonsbrøken	0,12	-0,29	0,46	1,73
<i>Den norske aksjeporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	1,05	-1,08	-1,02	4,31
Standardavvik	4,52	3,59	4,12	2,59
Informasjonsbrøken	0,23	-0,30	-0,25	1,67
<i>Den nordiske aksjeporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	0,04	0,08	0,65	2,47
Standardavvik	0,66	0,74	0,76	0,86
Informasjonsbrøken	0,06	0,11	0,85	2,86
<i>Den norske renteporteføljen</i>				
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	-0,34	-0,72	-0,18	-0,29
Standardavvik	0,80	1,03	0,64	0,26
Informasjonsbrøken	-0,42	-0,70	-0,29	-1,08

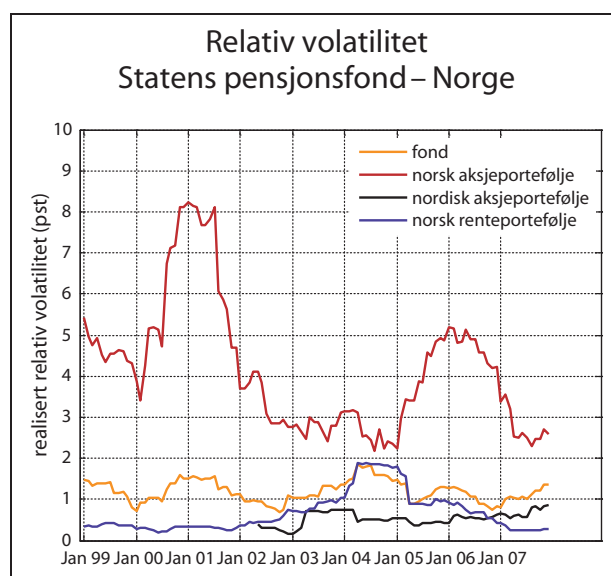
¹ Årlig differanseavkastning er beregnet som forskjellen mellom gjennomsnittlig månedlig avkastning av fondet og av referanseporteføljen og annualisert ved å multiplisere med 12. Denne benevnes i tabellen med prosentpoeng. Realisert relativ volatilitet er beregnet som standardavviket til den månedlige differanseavkastningen og annualisert ved å multiplisere med kvadratroten av 12. Den benevnes i tabellen med pst.

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet



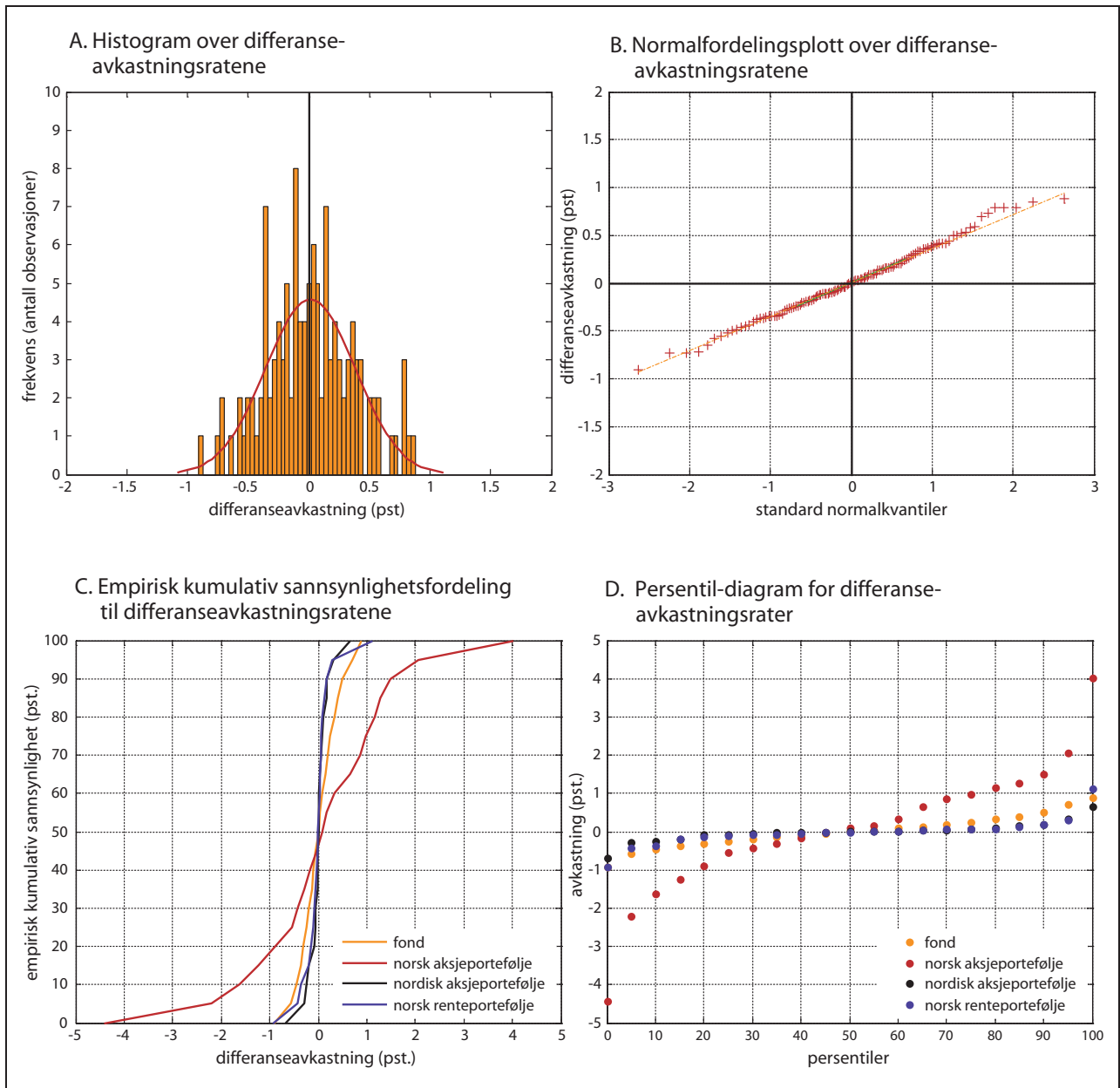
Figur 2.31 Differanseavkastning av Statens pensjonsfond – Norge. Prosent.

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet



Figur 2.32 Utviklingen i realisert relativ volatilitet. Rullende tolv måneders standardavvik til differanseavkastningen. 1998–2007. Prosent.

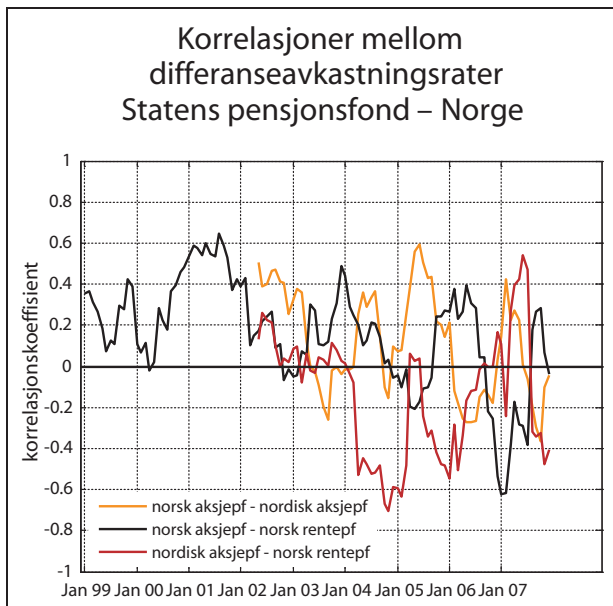
Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet



Figur 2.34 Fordelingsegenskaper til månedlig differanseavkastning på Statens pensjonsfond – Norge

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

normalitetsantagelsen. Statistiske tester viser ingen indikasjoner til venstreskjevhet og fete haler i differanseavkastningsratene for fondet totalt i perioden 1998-2007. Begge testene for normalitet (Jarque-Bera og Lilliefors) viser at hypotesen om normalfordelte differanseavkastningsrater ikke kan forkastes for fondet totalt. Det er imidlertid klare indikasjoner på brudd på normalitetsantagelsen i differanseavkastningsratene for den norske renteporteføljen. Tester av autokorrelasjon viser videre at nullhypotesen om uavhengighet over tid i differanseavkastningsratene ikke kan forkastes for noen av periodene eller delporføljene.



Figur 2.33 Korrelasjon mellom differanseavkastningsrater Statens pensjonsfond – Norge

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

3 Investeringsstrategi

3.1 Grunnlaget for fondets investeringsstrategi

Regjeringen har høye ambisjoner for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Målet er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. Det innebærer at en skal sikte mot beste praksis i internasjonal kapitalforvaltning i arbeidet med fondet. Samtidig vil hva som er en god investeringsstrategi avhenge av fondets særpreg, formålet med investeringene, eierens holdning til risiko og hvilke oppfatninger en har av hvordan finansmarkedene fungerer.

3.1.1 Fondets særpreg

Som omtalt i kapittel 1.1 er Statens pensjonsfond et instrument for generell sparing. Fondet tilhører folket og Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond vedtatt at Finansdepartementet er ansvarlig for forvaltningen. Avsetninger til og uttak fra fondet er fullt ut integrert med statsbudsjettet. Med utsikter til fortsatt store petroleumsinntekter og en ansvarlig finanspolitikk, der en begrenser uttaket fra fondet til forventet langsiktig realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland, og der avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge reinvesteres i fondet, ligger det an til at fondet har en svært lang investeringshorisont.

I tillegg til at fondet er stort og vil ha lang levetid, er det i motsetning til tradisjonelle pensjonsfond ikke øremerket til særskilte forpliktelser. Kapitalen i fondet er fullt ut egenkapitalfinansiert. Med det menes at staten ikke har lånt penger for å tilføre fondet kapital. Fondet står i liten grad overfor risikoen for at eieren foretar store uttak over kort tid. I utgangspunktet framstår det derfor som at fondet har en høyere risikobærende evne enn andre fond det er naturlig å sammenlikne med.

Det er bred politisk oppslutning om fondets investeringsstrategi. Særlig viktig er den brede politiske oppslutningen om det risikonivået som er fastsatt for de samlede investeringene i fondet. Det er videre bred politisk enighet om at fondet skal være bredt diversifisert med en klar finansiell målsetting. Oppslutningen om investeringsstrate-

gien i fondet gir en demokratisk forankring og er et viktig bidrag til at en faktisk kan holde fast ved strategien over tid. Samtidig kan dette ønsket om forankring føre til en beslutningsprosess som er tidkrevende og preget av ønsket om utbredt konsensus. Dette er forhold som i økende grad framstår som krevende når en beveger seg fra de overordnede strategiske problemstillingene til spørsmål knyttet til selve gjennomføringen av den operative forvaltningen. Det er noe av bakgrunnen for at Norges Bank og Folketrygdfondet har fått i oppdrag å gjennomføre den operative forvaltningen av de to delene av fondet.

Investeringsvirksomhet handler om å ta en velkalkulert risiko for å oppnå en avkastning på investert kapital. Utfordringen er derfor å legge til rette for at det fattes gode investeringsbeslutninger, både på overordnet og mer detaljert nivå. Siktet målet med investeringene er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. En måte å formulere dette på er: Maksimer samlet avkastning (målt i internasjonal valuta for Statens pensjonsfond – Utland og i kroner for Statens pensjonsfond – Norge), under hensyntagen til

- *markedsrisiko som er akseptabel for eierne, som er det norske folk representert ved politiske myndigheter.* Stortingets behandling av St.meld. nr. 24 (2006-2007) og tilslutningen til Regjeringens planer om en økning av aksjeandelen til 60 pst. for utenlandsdelen, etter relativt nylig å ha opplevd en historisk nedtur i aksjemarkedet i perioden 2000-2002, gir et viktig holdepunkt for vurderingen av hva som er akseptabel markedsrisiko i fondet.
- *operasjonell risiko*, dvs. risikoen for økonomiske tap eller tap av omdømme som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Det legges stor vekt på at rammeverket for kapitalforvaltningsvirksomheten skal stimulere til god risikostyring, men rent statistisk må en være forberedt på at det før eller siden vil inntreffe uønskede hendelser.
- *fondets størrelse og særpreg.* Disse forholdene legger visse beskrankninger på muligheten til

raske skift i overordnet investeringsstrategi og i aktiv forvaltning, siden en stor aktør vil kunne påvirke markedsprisene og dermed gjøre enkelte investeringer mindre lønnsomme. På den annen side vil fondets størrelse være en fordel i andre sammenhenger. Skalafordeler gjør at det er lave prosentvise kostnader knyttet til å spre investeringene i referanseporteføljen. Mer generelt vil størrelse gjøre det lettere å forsvare arbeidsintensiv forvaltning innen aktiv forvaltning, illikvide aktivklasser og i muligheten til å vinne erfaring med nye aktivklasser.

- *beskrankninger som følger av fondets etiske retningslinjer.* Eierskapsutøvelse og utelukkelse av enkeltselskaper skal fremme fondets etiske forpliktelser.
- *grunnleggende styringsprinsipper.* Selve organiseringen av virksomheten bør ha klare ansvarsforhold for å stimulere til gode beslutninger. Beslutninger om forvaltningen av fondet må følgelig bygge på kompetanse og profesjonalitet. Videre er åpenhet en forutsetning for å videreføre tilliten til dagens modell for forvaltning av fondet, samtidig som det er et viktig bidrag til velfungerende finansmarkeder – ved at andre aktører ikke har vesentlig usikkerhet knyttet til handlingsmønsteret til en så stor aktør som Statens pensjonsfond.

3.1.2 Oppfatningen av markedenes funksjonsmåte

Det er få ting en vet med sikkerhet om finansmarkedenes funksjonsmåte. Finansteori er et relativt ungt fag og prisingen i finansmarkedene følger ikke etablerte naturlover. Mange har erfart at før en med bakgrunn i analyser av historisk avkastning kan fastslå sammenhenger med rimelig grad av sikkerhet, har sammenhengene endret karakter. Det betyr at en robust investeringsstrategi må bygge på grunnleggende holdninger og antagelser om hvordan finansmarkedene fungerer. Følgende grunnleggende oppfatninger ligger til grunn for fondets investeringsstrategi:

- Teorien om effisiente finansmarkeder var allment akseptert på 1970-tallet. Her ble det lagt til grunn at ny informasjon reflekteres raskt i prisene på finansielle aktiva og at prisene gjennomgående er «riktige». Siden har teorien blitt utfordret gjennom studier av historisk avkastning som har avdekket avvik fra effisiens. Om slike funn kan utnyttes til å forutse markedsbevegelser i framtiden slik at en kan oppnå en

høyere risikojustert avkastning enn ellers, er imidlertid fortsatt usikkert.

- Den type endringer i fondets investeringsstrategi som legges fram for Stortinget er underlagt en beslutningsprosess som bidrar til å sikre en robust strategi. Samtidig er beslutningsprosessen tidkrevende og derfor mindre egnet for tidskritiske beslutninger. Fondets størrelse setter også begrensninger for hvor raskt en kan gjennomføre store skift i fondets sammensetning uten at markedspåvirkning påfører fondet betydelige transaksjonskostnader. Endringer i fondets overordnede investeringsstrategi vil derfor ikke være basert på en forventning om at en på forhånd vil kunne identifisere tidspunkter der markeder eller markedssegmenter i ettertid framstår som «billige» eller «dyre». Muligheten for at det kan eksistere strategier som gir lønnsomme avvik fra en referanseportefølje er samtidig konsistent med at det er lagt til rette for en viss grad av aktiv forvaltning i Norges Bank og Folketrygdfondet. Aktiv forvaltning vil i sin natur ha som utgangspunkt at det eksisterer feilprising og at en god forvaltning kan skape høyere avkastning enn markedsavkastningen.
- I tråd med allment akseptert teori og praksis forventes en høyere gjennomsnittlig avkastning av aksjeinvesteringer enn av investeringer i rentepapirer fordi risikoen i aksjer er høyere. Størrelsen på denne meravkastningen er imidlertid usikker.
- Dersom avkastningen mellom ulike markeder og markedssegmenter ikke beveger seg i takt, kan en ved å spre investeringene på flere markeder og segmenter få et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko enn ellers. Det er bakgrunnen for at referanseporteføljen for Statens pensjonsfond er spredt på et bredt utvalg av geografiske regioner, land, sektorer og selskaper. Referanseindeksen for aksjer inneholder knapt 7 000 selskaper fordelt på 27 land. Referanseindeksen for obligasjoner inneholder vel 9 800 verdipapirer fordelt på valutaene til 21 land. Også referanseporteføljen i Statens pensjonsfond – Norge er bredt sammensatt av aksjer og obligasjoner i Norge og andre nordiske land.
- Erfaring viser at valg og styring av forvalter er av større betydning dersom deler av investeringene foretas i mindre likvide markeder, der det ikke er lett å omsette verdipapirer uten å påvirke prisene. Normalt vil en investor relativt enkelt kunne oppnå markedsavkastning i likvide

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

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

På den annen side kan ønsket om konsensus også være en fordel fra et rent finansielt synspunkt dersom det fører til at strategien baseres på grunnleggende oppfatninger om markedet. Det er flere eksempler på fond som har tapt penger på ikke å investere i henhold til grunnleggende prinsipper om finansmarkedets virkemåte, for eksempel ved å unngå å være investert i aksjemarkedet i lange perioder med overraskende høy avkastning, fordi analyser av historiske priser framstilte aksjemarkedet som høyt priset i utgangspunktet. Bred oppslutning om strategien bidrar videre til at en kan holde fast ved strategien i urolige tider.

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

3.1.3 Arbeidet framover

Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland gjenspeiler at mange viktige strategiske valg allerede er foretatt, bl.a. når det gjelder fordelingen mellom aksjer og renter, bredden i aksje- og renteporteføljene og risikorammen for aktiv forvaltning. Disse beslutningene har etablert et nivå på markedsrisikoen i fondet. Framover vil departementets arbeid med videreutvikling av investeringsstrategien ta utgangspunkt i hvordan en kan oppnå en ytterligere forbedring av bytteforholdet mellom avkastning og risiko ved å spre investeringene ytterligere og å utnytte fondets særpreg bedre uten vesentlige endringer i det samlede risiko-

nivået. Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland vil i tråd med dette videreutvikles gjennom flere og mindre beslutninger.

Noen av disse beslutningene vil være av mer teknisk og operasjonell karakter, slik som spørsmålet om innfasing av økt aksjeandel, utforming og etablering av styringssystemer for nye aktivklasser (for eksempel eiendom) mv. Andre beslutninger vil kunne innebære mindre justeringer i investeringsstrategien, slik som adgang til å investere i planlagt noterte aksjer (se nærmere omtale nedenfor), men uten at dette endrer vesentlig på fondets samlede risikonivå eller at det kan forventes å komme i konflikt med fondets etiske retningslinjer. Etter departementets vurdering vil denne typen beslutninger ligge innenfor de overordnede rammer som er forankret gjennom stortingsbehandling. I tråd med tidligere praksis vil Stortinget bli holdt orientert om slike endringer i retningslinjene gjennom rapportering i de årlige meldingene om fondets virksomhet, eventuelt også i nasjonalbudsjettene. Beslutninger om investeringsstrategien av større omfang, og som forventes å ha vesentlig betydning for fondets risiko, vil bli lagt fram for Stortinget før eventuelle endringer blir iverksatt.

Kildene til fondets avkastning har til nå knyttet seg primært til at:

- en har høstet avkastning ved å ta markedsrisiko i relativt likvide markeder (gjennom å eie aksjer og rentebærende papirer),
- en har gradvis utvidet og diversifisert referanseporteføljen, særlig i utenlandsdelen av fondet,
- en har gradvis utvidet investeringsuniverset og gitt større frihetsgrader i den aktive forvaltningen, og
- det er oppnådd meravkastning i den aktive forvaltningen av fondet, med et begrenset bidrag til fondets samlede risiko.

Det er naturlig at arbeidet med investeringsstrategi framover innrettes mot å videreutvikle investeringsstrategien for best mulig å utnytte særpreg ved Statens pensjonsfond, jf. omtale ovenfor. Naturlige former for videreutvikling kan være:

- ytterligere risikospredning, for eksempel ved å inkludere flere land eller aktivklasser i fondets referanseportefølje. Det vises i denne sammenheng til at det i denne meldingen (se avsnitt 3.6) legges opp til å inkludere nye framvoksende markeder i fondets referanseportefølje for aksjer.
- å vurdere investeringer som drar fordel av fondets størrelse, kredittverdighet, langsiktighet, og evne til å holde mindre omsettelige eien-

del. Det er særlig naturlig å vurdere endringer i strategien som kan gi en kompensasjon i form av noe høyere forventet avkastning i bytte mot redusert omsittelighet (likviditet). Investeringer i unotert eiendom, slik det legges opp til i denne meldingen (se avsnitt 3.5), kan være et eksempel på en tilpasning av strategien som både gir bedre risikospredning og mulighet til å høste likviditetspremier over tid.

Statens pensjonsfond – Utland utgjør om lag 95 pst. av det samlede fondet, og andelen vil øke med tilflyt av framtidige petroleumsinntekter. Det vil derfor være naturlig at mye av videreutviklingen av strategien vil skje i utenlandsdelen av fondet. Sammenlikninger av investeringene i Statens pensjonsfond – Utland med andre store fond internasjonalt viser at disse fondene har en lavere andel nominelle obligasjoner og at deler av kapitalen er investert i alternative aktivklasser som eiendom, unoterte aksjer mv. En videreutvikling av investeringsstrategien i Statens pensjonsfond i tråd med det som er skissert ovenfor, vil kunne gi en fordeling på aktivklasser som er mer lik sammensetningen av disse fondene.

En forutsetning for arbeidet med å videreutvikle strategien vil være behovet for betryggende rammer for annen type risiko enn markedsrisiko, som operasjonell risiko. Med operasjonell risiko menes her risikoen for økonomiske tap eller tap av omdømme som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Strategien må også utvikles under hensyntagen til de etiske retningslinjene og det betydelige behovet for å bygge opp kompetanse som vil oppstå om en åpner for nye investeringsområder. Videre vil det legges vekt på at rammene for aktiv forvaltning stimulerer til hensiktsmessig risikotaking hos den operative forvalteren. Oppfølgingen av den operative forvaltningen skal, som i dag, bidra til at interessene til forvaltere og andre motparter er sammenfallende med formålet med fondets overordnede investeringsstrategi.

3.2 Oppfølging av allerede vedtatte endringer i investeringsstrategien

I St.meld. nr. 24 (2006-2007) la departementet opp til å øke aksjeandelen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland. Samtidig la en opp til å utvide antallet selskaper det investeres i ved å inkludere små selskaper i referanseporteføljen for aksjer. Som omtalt i Nasjonalbudsjettet 2008, har departe-

mentet i etterkant av Stortingets behandling av St.meld. nr. 24 (2006-2007) bl.a. vedtatt å endre aksjeandelen i fondets strategiske referanseportefølje til 60 pst., og å inkludere segmentet for små børsnoterte selskaper ved å endre referanseporteføljen for aksjer fra FTSE All-World til FTSE All Cap.

I samråd med Norges Bank er det lagt opp til en gradvis tilpasning til den nye referanseporteføljen. I vurderingen av alternative rutiner for tilpasning til de nye retningslinjene er det særlig lagt vekt på to forhold: transaksjonskostnader og økt forventet avkastning som følge av økt aksjeandel.

Transaksjonskostnader er kostnader knyttet til å gjennomføre investeringene i markedet. Disse transaksjonskostnadene kan deles i to: direkte og indirekte. De direkte kostnadene er forholdsvis enkle å anslå. Dette er i hovedsak offentlige avgifter som påløper i forbindelse med kjøp og salg av verdipapirer og provisjoner som betales til meglere. De indirekte kostnadene er betydelig vanskeligere å anslå både i fortid og ettertid. Den viktigste indirekte kostnaden går under betegnelsen markedspåvirkningskostnad. Når en kjøper et verdipapir er det en tendens til at selve kjøpet gjør verdipapiret dyrere. Når kjøpet er gjennomført, faller prisen tilbake til opprinnelig nivå. Effekten antas å være størst for lite likvide aksjer og større for små selskaper enn for store. Markedspåvirkningen varierer også med størrelsen på samlet omsetning og størrelsen på svingningene i markedspris (volatilitetsnivået).

Forventet avkastning av aksjeinvesteringer er på lang sikt høyere enn av obligasjonsinvesteringer fordi aksjer er mer risikable. Dersom aksjeandelen økes raskt, vil fondets forventede avkastning i overgangsperioden være høyere enn dersom innfasingen går over en lang tidsperiode.

Ved å gjennomføre økningen i aksjeandelen over en kort periode, øker fondets forventede avkastning. Samtidig øker forventet markedspåvirkningskostnad. Det skjer fordi størrelsen på aksjekjøpene øker, og store volum har større priseffekt enn små volum. Disse hensynene må derfor veies mot hverandre. Også mer kvalitative argumenter er tillagt noe vekt, som hensynet til operasjonell risiko, ønsket om å unngå ytterligere markedspåvirkning gjennom å være synlige i markedet og hensynet til bruk av ekstern forvaltning.

I tråd med praksis ved tidligere endringer i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland, vil det bli redegjort nærmere for tilpasningen til ny referanseportefølje etter at transaksjonene er gjennomført.

Norges Bank avsluttet i november 2007 tilpasningen til en annen endring av referanseporteføl-

jen. Risikoen i Statens pensjonsfond - Utland begrenses gjennom utstrakt bruk av diversifisering. Enkelte store føderale kredittinstitusjoner i USA ("agencies") utgjør en forholdsvis stor andel av det amerikanske obligasjonsmarkedet og av den referanseindeksen som ligger til grunn for Pensjonsfond - Utlands investeringer. For å ivareta hensynet til risikospredning og unngå at enkeltutstedere fikk en dominerende vekt i referanseporteføljen, har disse institusjonenes pantsikrede obligasjoner blitt vektet ned i fondets referanseportefølje. I Nasjonalbudsjettet 2006 ble det varslet at en arbeidet med å endre denne nedvektingsregelen og at en særlig ville vurdere om nedvektingsregelen også burde omfatte obligasjoner uten pantsikkerhet.

Blant annet basert på innspill fra Norges Bank vedtok departementet i januar 2007 en ny regel hvor delsektoren "Agency" og hovedsektoren "ver-dipapiriserte obligasjoner" i USD-delen av referanseporteføljen for renteinstrumenter begge settes til 50 pst. av markedsverdi. Norges Bank har nå avsluttet tilpasningen til denne nye regelen.

3.3 Avkastningsrisiko i Statens pensjonsfond

Risikoen knyttet til avkastningen av Pensjonsfondets investeringer kan beskrives på flere måter. I dette avsnittet er fondets risiko belyst både med utgangspunkt i historisk avkastning i aksje- og obligasjonsmarkedene og ved hjelp av en simuleringmodell som beskriver mulig framtidig utvikling i fondet. Risikoen kan også belyses ved hjelp av en tredje metode, som er basert på å beregne fondets avkastning i det som kan betegnes krisescenarier. Denne metoden betegnes *historisk scenarieregnering*, og er nærmere utdypet i kapittel 1.2.

Analysen av historisk avkastning i avsnitt 3.3.1 betegnes *historisk simulering*. Formålet er å belyse hvilke svingninger i fondets avkastning en kan regne med innenfor en ettårs horisont. Nominell avkastning synes mer relevant over en slik kort horisont enn over perioder på mange år. Det er derfor tatt utgangspunkt i nominell avkastning målt i fondets valutakurv i de historiske simuleringene.

De *modellbaserte simuleringene* i avsnitt 3.3.2 tar utgangspunkt i anslag på forventet avkastning, volatilitet og korrelasjoner mellom ulike aktivklasser over lange horisonter. I disse beregningene er det i hovedsak lagt vekt på realavkastning over tid, men det refereres også i noen grad til nominell avkastning. Med bakgrunn i at siktemålet med investeringene i Statens pensjonsfond – Utland

er å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft av fondets kapital, og med utgangspunkt i fondets lange investeringshorisont, kan det ved fastsettning av fondets investeringsstrategi legges størst vekt på langsiktig realavkastning målt i fondets valutakurv. Resultatene i avsnitt 3.3.2 er således sammenliknbare med analysene som inngikk i beslutningsgrunnlaget ved vurderingen av fondets aksjeandel i St.meld. nr. 24 (2006-2007).

De analysene som presenteres her tar utgangspunkt i gjeldende sammensetning av fondets referanseportefølje. I tiden framover tar departementet sikte på å presentere analyser som i større grad belyser hvor god den valgte sammensetningen er, ved å belyse ulike sider ved bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet.

3.3.1 Historisk simulering

De historiske simuleringene er basert på årlige nominelle avkastningsrater for aksje- og obligasjonsmarkedene i perioden 1900-2006.¹

Statens pensjonsfond – Utland

Departementet har fastsatt en strategisk referanseportefølje for Statens pensjonsfond – Utland bestående av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner, fordelt over et betydelig antall av verdens aksje- og obligasjonsmarkeder. Figur 3.1 viser beregnet årlig avkastning i perioden 1900-2006, gitt referanseporteføljens sammensetning av aksjer og obligasjoner. Selv om forrige århundre var preget av en rekke kriser, var utviklingen i finansmarkedene sett under ett likevel svært god. Som det framgår av figuren, ville Pensjonsfondet – Utland hatt positiv avkastning i de aller fleste år i denne perioden. Figuren viser også at de høyeste avkastningsratene i de gode årene ligger vesentlig over de tilsvarende svakeste avkastningsratene i dårlige år.

Avkastningen i denne historiske perioden har vært usedvanlig høy. Det synes etter departementets vurdering ikke hensiktsmessig å legge til grunn en like god utvikling de neste hundre årene. Historisk gjennomsnittlig avkastning er også i statistisk forstand et relativt upresist anslag på forventet framtidig avkastning. Det historiske standardavviket, som er et mål på variasjonen i den historiske avkastningen, er imidlertid et bedre grunnlag for å vurdere framtidig risiko enn det historisk avkastning er for å vurdere framtidig avkastning. Siden

¹ Simuleringene er basert på data fra Dimson, Marsh og Staunton ved London Business School.

Tabell 3.1 Historisk simulering av nominell avkastning og standardavvik i Statens pensjonsfond – Utland. Årlig gjennomsnitt 1900–2006. Fondets valutakurv. Prosent

	Fondet totalt	Aksjer	Obligasjoner
Gjennomsnitt	9,9	12,5	6,0
Std.avvik	9,8	14,6	6,5

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

det er variasjonen i avkastningen som drøftes her, og spesielt variasjonen i de aller svakeste periodene, vil den historiske utviklingen være et godt utgangspunkt for denne typen analyser.

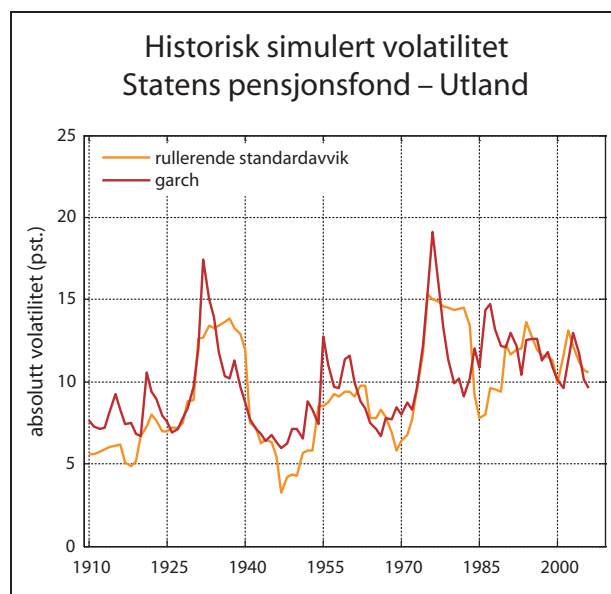
I tabell 3.1 vises simulert historisk gjennomsnittlig avkastning pr. år, og standardavviket til denne avkastningen, for fondet samlet og for aksje- og obligasjonsporteføljene. Det historiske simulerte standardavviket for fondet er beregnet til i underkant av 10 pst. Ved utgangen av 2007 var markedsverdien til fondet om lag 2000 mrd. kroner. Men en forventet avkastning på 6 pst., vil en endring i fondets verdi innenfor et område fra - 76 mrd. kroner til + 316 mrd. kroner i to år tre år følgelig ligge innenfor det en kan vente med normale variasjoner i kursutviklingen på verdipapirmarkedene. I tillegg kommer svingninger i verdien av norske kroner mot fondets valutakurv. Disse svingningene vil imidlertid ikke påvirke fondets internasjonale kjøpekraft.

Nivået på variasjonene i avkastningen endres normalt over tid. Figur 3.2 viser simulert historisk standardavvik for Statens pensjonsfond – Utland gjennom 1900-tallet. Volatiliteten er beregnet ved hjelp av to metoder. Den første metoden fanger opp store bevegelser relativt raskt (GARCH-metoden), mens den andre metoden (rullerende standardavvik over 10 år) har en tregere reaksjonsmekanisme. Figuren viser at standardavviket til fondets avkastning ville ha variert fra om lag 5 pst. til nærme-

Tabell 3.2 Historisk simulering av standardavvik i Statens pensjonsfond – Utland. Fondets valutakurv 1900–2006

	Pst.	«Half-life»	Vekt lik 5 pst.
Historisk standardavvik			
Likevektet	9,8		
Nedvektingsfaktor = 0,97	10,5	23 år	98 år
Nedvektingsfaktor = 0,94	10,8	11 år	48 år

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

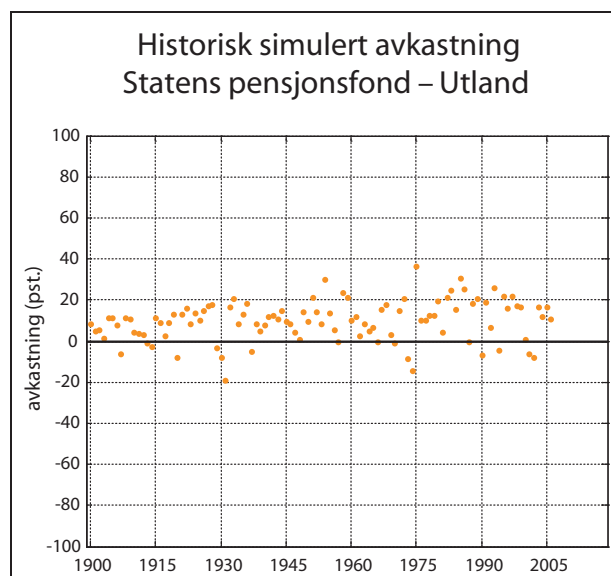


Figur 3.1 Historisk simulert volatilitet for Statens pensjonsfond – Utland. Prosent.

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

re 20 pst., og at det er rimelig grad av samsvar mellom resultatene fra de to metodene. I spesielt volatile perioder kan variasjonene i fondets verdi således være betydelig større enn antydnet ovenfor.

Normalt legges det til grunn at de siste avkastningsobservasjonene er mer relevant for å kunne vurdere framtidig standardavvik enn eldre observasjoner. I beregninger av volatilitet kan en ta hensyn til en slik vektlegging ved å tillegge de siste observasjonene større vekt enn eldre observasjo-



Figur 3.2 Historisk simulering Statens pensjonsfond – Utland. Årlig nominell avkastning målt i fondets valutakurv. Prosent.

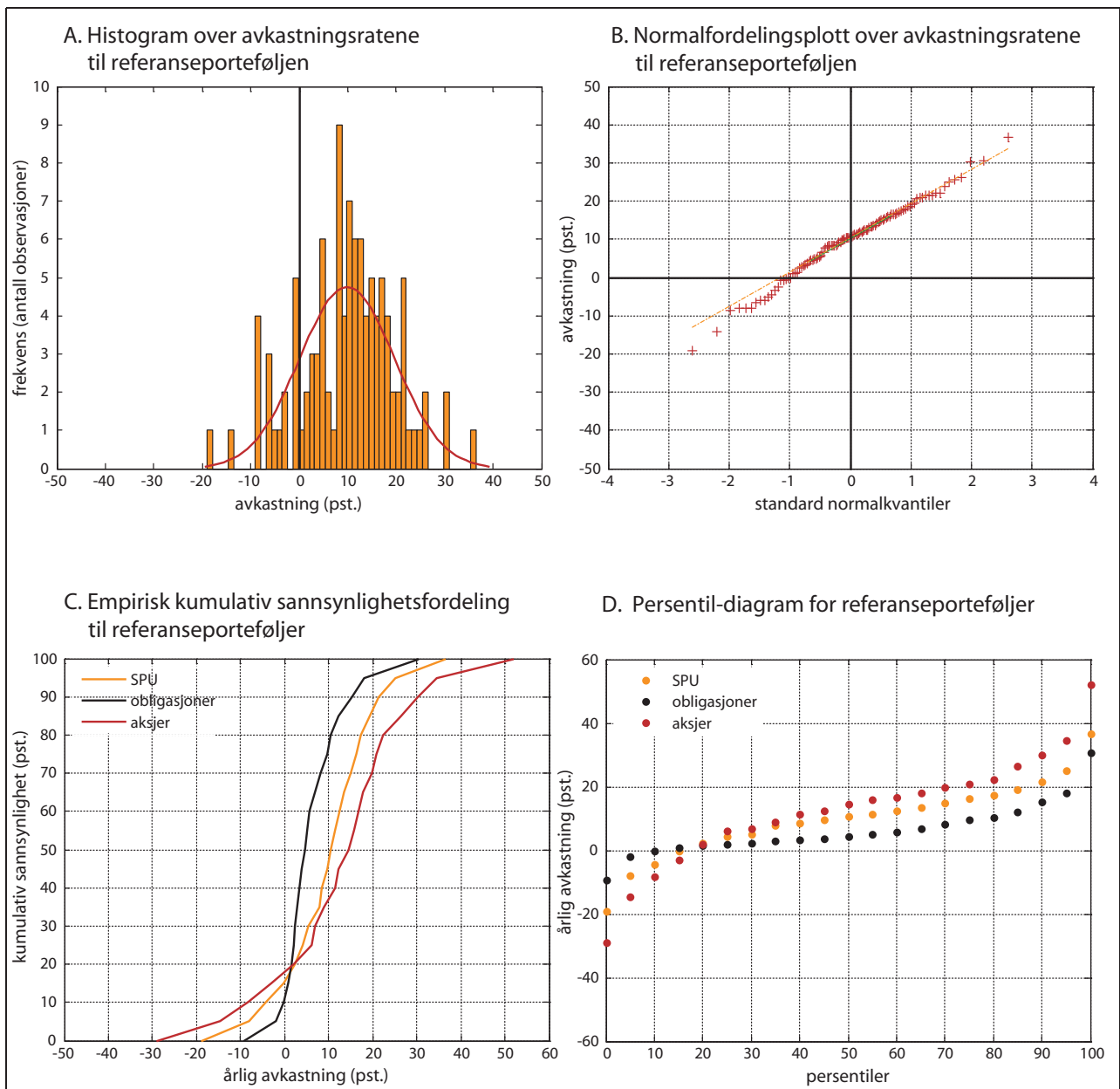
Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

ner. Tabell 3.2 viser anslag på fondets standardavvik ved likevektning (dvs. alle avkastningsobservasjonene tillegges lik vekt) og to ulike nedvektingsregler. Beregningen med en nedvektingsfaktor på 0,94 medfører at fondets historiske standardavvik øker fra 9,8 pst. til 10,8 pst., og reflekterer at de siste observasjonene tillegges betydelig høyere vekt enn det som er tilfellet ved likevektning og ved en nedvektingsfaktor på 0,97.

Figur 3.2 viser at standardavviket er høyere i siste del av perioden enn i den første. «Half-life» er et mål på hvor mange år tilbake i tid en må gå før den tilhørende avkastningsraten gis en vekt lik 50 pst.

av vekten som gis den siste observasjonen i beregningen av standardavvik. Med en nedvektingsfaktor på 0,94, vil observasjonen for 11 år siden ha en vekt tilsvarende 50 pst. av observasjonen i 2006 (som er siste observasjon), mens tilsvarende ved en nedvektingsfaktor på 0,97 er 23 år. Observasjonen for 48 år siden gis i tilfellet med en nedvektingsfaktor på 0,94 en vekt som tilsvarer 5 pst. av vekten til den siste observasjonen, mens en må gå 98 år tilbake i tid i tilfellet med en nedvektingsfaktor på 0,97.

Figur 3.3a viser at det er vanskelig å trekke noen klare konklusjoner om den historisk simulerte avkastningen er skjev eller har fete haler.



Figur 3.3 Fordelingsegenskaper til historisk simulert årlig nominell avkastning på referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland. Lokal valuta.

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

Det statistiske estimatet viser at det er tegn til venstreskjevhet og noe fetere haler enn i normalfordelingen, men estimatene er ikke statistisk signifikante.

Normalitetsantakelsen er av stor betydning fordi den gjør det mulig å si noe om sannsynligheten for å observere en bestemt hendelse, for eksempel sannsynligheten for å tape mer enn 10 pst. (som tilsvarer historisk simulert standardavvik) av porteføljens verdi. Figur 3.3b viser at de historiske simuleringene gir lavere minimumsverdier enn det en normalt ville vente. Det er større grad av konsistens mellom normalfordelingen og historisk simulert avkastning for høye verdier. Statistiske tester gir ikke grunnlag for å forkaste hypotesen om at simulert avkastning har vært normalfordelt. Standardavviket kan således være et relativt godt mål på fondets risiko.

En investor vil normalt ønske å belyse risikoen knyttet til en investering ved hjelp av flere mål enn standardavviket til avkastningen, for eksempel hele den historiske sannsynlighetsfordelingen. Som det framgår av figur 3.3c, er minimums-avkastningen til fondet beregnet til om lag -20 pst. og maksimal årlig avkastning til rundt 35 pst. For aksjeporteføljen er spredningen betydelig større, men samtidig vesentlig mindre for obligasjonsporteføljen. Figuren viser at i 10 pst. av alle år har simulert avkastning for fondet totalt vært lavere enn -4 pst.

Informasjonen i den foregående figuren kan også uttrykkes i et persentil-diagram, jf. figur 3.3d. 10-prosent persentilen har følgende tolkning: I 10 pst. av årene har årlig simulert avkastning for fondet vært mindre enn eller lik -4 pst. For aksjeporteføljen er tilsvarende størrelse -8 pst., mens den er -0,3 pst. for obligasjonsporteføljen. Dette kan uttrykkes som at fondets historiske 90 pst. Value-at-Risk er lik 4 pst., tilsvarende om lag 80 mrd. kroner. Det innebærer at historisk sett ville en tapt mer enn 80 mrd. kroner av porteføljeverdien i ett av ti år. I tillegg kommer utslag som følge av svingninger i verdien av norske kroner mot valutaene i fondet.

Anslagene på Value-at-Risk er i betydelig grad påvirket av den svært høye avkastningen i forrige århundre. I tabell 3.3 er nivået på gjennomsnittlig avkastning erstattet med en forventet nominell avkastning på 6 pst. Ifølge de historiske simuleringene, ville en da i ett av hundre år (99 pst. Value-at-Risk) kunne vente å tape 20 pst. eller mer av porteføljeverdien, mens en kunne ventet å tape 12 pst. eller mer i fem av hundre år. I ett av 10 år (90

Tabell 3.3 Value-at-Risk historisk simulering Statens pensjonsfond – Utland. Prosent

	Historisk simulering
Forventet avkastning = 6 pst.	
Dårligste utfall	-22,9
99 pst. VaR	-20,1
95 pst. VaR	-11,9
90 pst. VaR	-8,1
84 pst. VaR	-4,1

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

pst. Value-at-Risk) kunne en vente å tape 8 pst. eller mer.

Statens pensjonsfond – Norge

Referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge er sammensatt av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. 85 pst. av porteføljen er investert i norske aksjer og obligasjoner, mens den øvrige delen investeres i svenske, danske og finske aksjer og obligasjoner. Ifølge den historiske simuleringen, ville avkastningen på fondets referanseportefølje vært positiv i de fleste av årene i perioden fra 1900 til 2006.

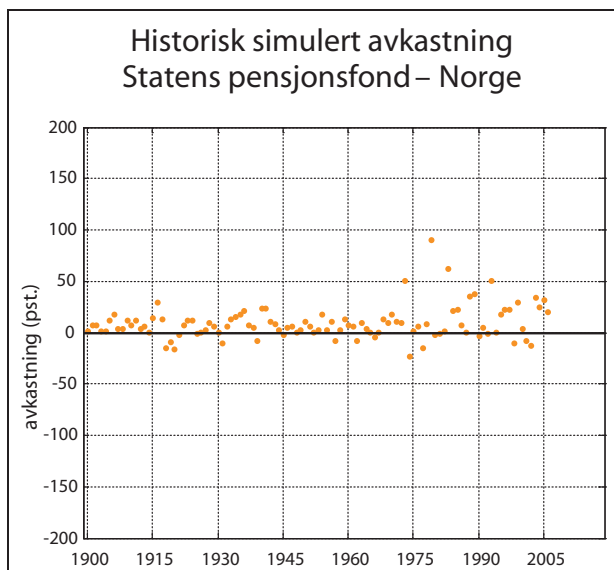
I tabell 3.4 vises historisk simulert gjennomsnittlig avkastning pr. år og standardavviket til avkastningen for fondet totalt og for aksje- og obligasjonsporteføljene. Det historiske simulerte standardavviket for fondet er beregnet til om lag 16 pst. Ved utgangen av 2007 var markedsverdien til fondet knapt 120 mrd. kroner. Med en forventet avkastning på 6,5 pst., vil en endring i fondets verdi innenfor et område fra -11 mrd. kroner til +27 mrd. kroner i to av tre år følgelig ligge innenfor det en kan vente med normale variasjoner i kursutviklingen på verdipapirmarkedene.

Figur 3.5 viser historisk simulert volatilitet for Statens pensjonsfond – Norge gjennom 1900-tallet. Volatiliteten til fondet ville ha variert fra om lag 5 pst. til nærmere 40 pst. I spesielt volatile pe-

Tabell 3.4 Historisk simulering av avkastning og risiko i Statens pensjonsfond – Norge. Årlig gjennomsnitt 1900-2006. Prosent

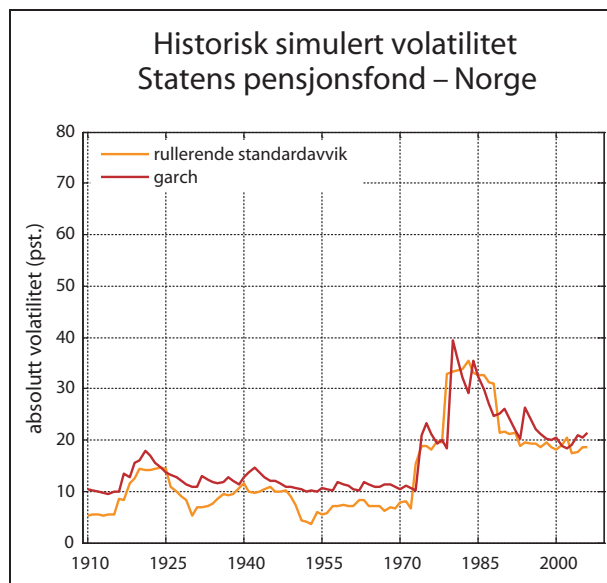
	Fond	Aksjer	Obligasjoner
Gjennomsnitt	9,4	11,6	6,0
Std.avvik	15,9	25,1	8,5

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, marsh og Staunton



Figur 3.4 Historisk simulering av årlig avkastning Statens pensjonsfond – Norge. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton



Figur 3.5 Historisk simulering av volatilitet i Statens pensjonsfond – Norge. Årlig gjennomsnitt 1900–2006. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

rioder kan en følgelig regne med at fondets verdi varierer med vesentlig mer enn det variasjonsområde som er antydnet ovenfor.

Tabell 3.5 viser anslag på fondets volatilitet i tilfellet med likevektning av tidligere observasjoner og anslag basert på to ulike nedvektingsregler. Tilfellet med en nedvektingsfaktor på 0,94 innebærer at volatiliteten øker fra 16 pst. til 20 pst., noe som illustrerer (i likhet med figuren) betydningen av valg av historisk tidsperiode for nivået på risikoanslagene.

Figur 3.6a viser tydelig tegn til høyreskjevhet, noe som bekreftes av de statistiske testene. Dette er en indikasjon på at de historiske simuleringene kan gi Value-at-Risk anslag som kan gi et for positivt bilde. Ekstremt dårlige utfall har ikke forekommet i løpet av den historiske perioden. Figur 3.6b bekrefter dette bildet, og viser at de historiske simuleringene gir vesentlig høyere maksimumsverdier enn det en normalt ville forventet. Derimot er det for lave verdier rimelig grad av konsistens mellom avkastning gitt normalitet og historisk simulert avkastning. Basert på resultatene

Tabell 3.5 Anslag på volatilitet historisk simulering Statens pensjonsfond – Norge

	Pst.
Historisk simulering	15,9
Nedvektingsfaktor lik 0,97	19,0
Nedvektingsfaktor lik 0,94	20,2

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

ne fra statistiske tester kan en forkaste hypotesen om normalfordelte avkastningsrater.

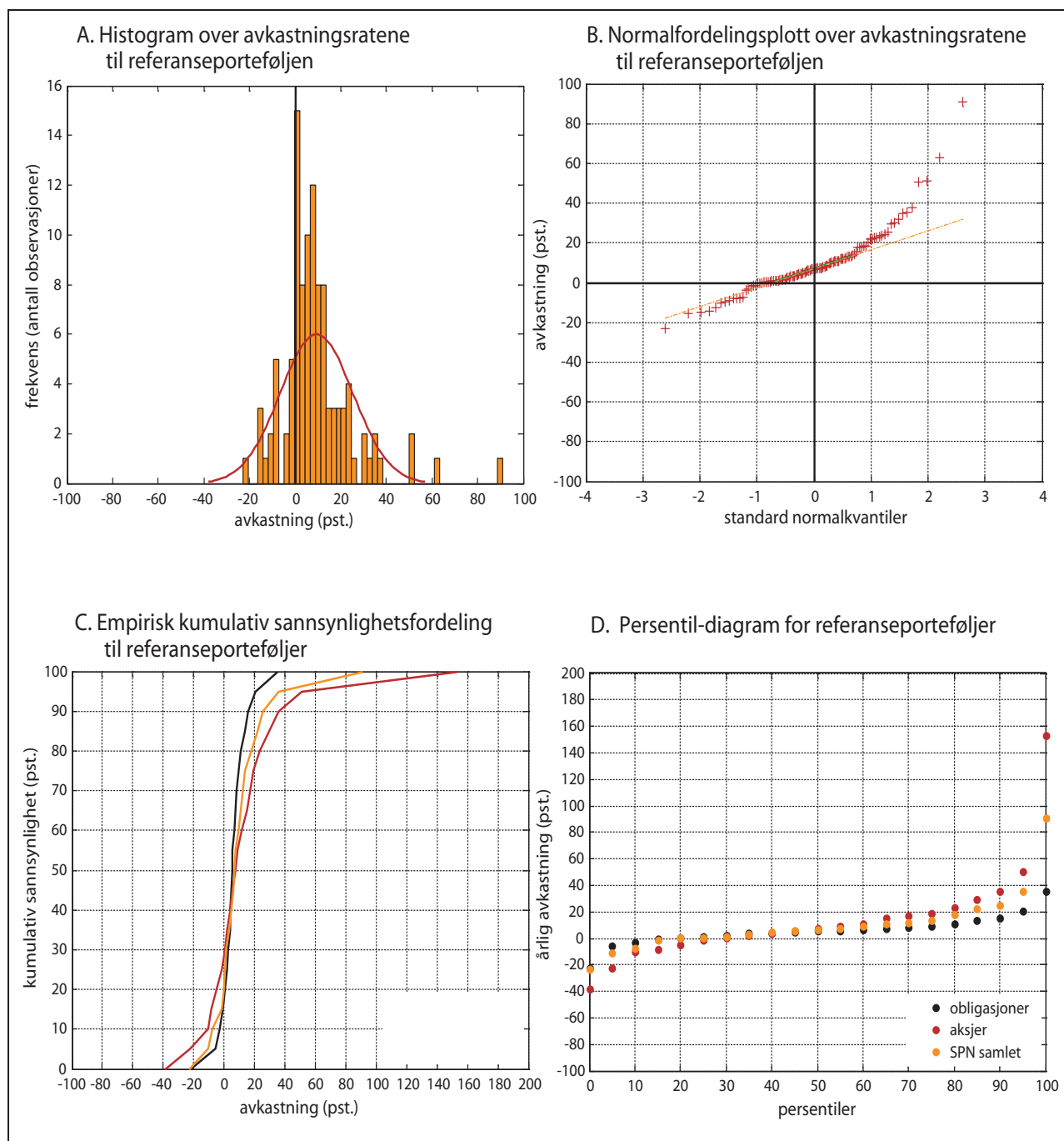
Den empiriske kumulative sannsynlighetsfordelingen til avkastningen på fondet samlet og for aksje- og obligasjonsporteføljene framgår av figur 3.6c. Minimumsavkastningen til fondet er beregnet til om lag -23 pst. og maksimal årlig avkastning til omtrent 90 pst. For aksjeporteføljen er spredningen betydelig større og for obligasjonsporteføljen, vesentlig mindre. Høyreskjevheten i avkastningsfordelingen framgår klart av figuren.

Value-at-Risk-anslagene i tabell 3.6 er beregnet under forutsetning av at forventet avkastning er 6,5 pst. Med denne forutsetningen viser tabellen at en kunne vente å tape 21 pst. eller mer av porteføljeverdien i ett av hundre år (99 pst. Value-at-Risk). I fem av hundre år kunne en vente å tape 13

Tabell 3.6 Value-at-Risk (VaR) historisk simulering Statens pensjonsfond – Norge. Prosent

Forventet avkastning = 6,5 pst.	Historisk simulering
Dårligste utfall	-25,8
99 pst. VaR	-21,7
95 pst. VaR	-13,7
90 pst. VaR	-10,5
84 pst. VaR	-3,7

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton



Figur 3.6 Fordelingsegenskaper til historisk simulert årlig nominell avkastning på referanseporteføljen til Statens pensjonsfond - Norge.

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton

pst. eller mer av verdien og i ett av 10 år (90 pst. Value-at-Risk) kunne en vente å tape 10,5 pst. eller mer.

3.3.2 Markedsforventninger og simulering av Statens pensjonsfond – Utland

Finansdepartementets analyser og vurderinger av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond –

Utland har tidligere vært basert på Norges Banks anslag for forventet langsiktig avkastning, volatilitet og korrelasjoner.² Departementet har nylig foretatt en gjennomgang av disse anslagene, noe som har medført enkelte mindre justeringer og

² Se Norges Bank (2005), «Long-term outlook for fixed income and equity return», *Staff Memo 2005/10*, og Norges Bank (2006), «Long-term market outlook», *Staff Memo 2006/7*.

forenklinger. Utover disse mindre endringene, er den langsiktige analysen av avkastning og risiko i denne meldingen på linje med den analysen som ble presentert i fjorårets stortingsmelding om forvaltningen av Statens pensjonsfond, jf. St.meld. nr. 24 (2006-2007).

Blant de viktigste forenklingene i den langsiktige analysen er aggregering av nasjonale og regionale markeder til ett globalt marked for henholdsvis aksjer, obligasjoner og eiendom. Dermed forenkles analysen av egenskapene til porteføljen, spesielt knyttet til vurdering av egenskaper ved nye aktivklasser. Følgelig kan en enklere vurdere effektene på viktige størrelser, som forventet obligasjonsavkastning, aksjepremie og premie i eiendomsmarkedet, samt forventet risiko og samvariasjon knyttet til disse tre markedene. I den langsiktige analysen ses det bort fra valutakurssvingninger. Når avkastningen måles i en valutakurv som reflekterer fondets regionale eksponering samtidig som at investeringshorisonten er veldig lang, vil en slik forenkling ikke framstå som urimelig.

En annen sentral forenkling er at de langsiktige forventningene ikke er korrigerert for eventuelle ubalanser i markedene, noe som må ses i sammenheng med at slike ubalanser kan være vanskelige å kvantifisere. Departementet rapporterer derfor i denne meldingen langsiktige forventninger, i motsetning til forventninger som er kalibrert for den kommende 15-årsperioden (slik tilfelle er i Norges Banks tidligere markedsrapporter).

En tredje forenkling er at alternative økonomiske scenarier ikke defineres eksplisitt. I Norges Banks markedsrapport fra 2006 ble det til sammenlikning analysert et hovedscenario og to alternative scenarier (deflasjon og stagflasjon). Det ble videre utarbeidet separate sett av forventninger for disse tre scenariene. Finansdepartementet vil i analysen i denne meldingen fokusere på ett langsiktig scenario. Betydningen av alternative scenarier, eksempelvis belyst ved hjelp av stresstester, er en problemstilling departementet vil komme nærmere tilbake til.

Nedenfor oppsummeres antakelsene om forventet langsiktig avkastning (etter fradrag for forvaltningskostnader) og risiko, samt korrelasjoner mellom aksjer, obligasjoner og eiendom. Det understrekes at det er knyttet betydelig usikkerhet til punktanslag slik de framkommer nedenfor. Punktanslag representerer i realiteten midtpunktet i konfidensintervaller eller i en bestemt sannsynlighetsfordeling. I det følgende oppgis anslag for korrelasjoner både som sannsynlige intervaller og som punktanslag (midtpunkt i intervaller-

ne). I modellsimuleringene av forventet avkastning og risiko i fondet tas det i noen grad hensyn til denne estimatusikkerheten.

Forventet langsiktig avkastning

Stats- og kredittobligasjoner

Etter departementets vurdering synes det rimelig å anta en kort realrente på 2 pst. Under forutsetning av en inflasjonsrate på lang sikt i tråd med sentralbankenes inflasjonsmål (dvs. rundt 2 pst. sammenveid for Europa, USA og Japan), kan den nominelle langsiktige naturlige renten anslås til rundt 4 pst. Med en løpetidspremie for en statsobligasjonsportefølje med om lag fem års durasjon på 0,5 pst., vil et rimelig anslag for langsiktig nominell avkastning på globale statsobligasjoner således være 4,5 pst. (geometrisk). Departementet oppfatter at dette anslaget er godt i tråd med det andre store internasjonale fond legger til grunn.

Departementet legger videre til grunn en kredittpremie for selskapsobligasjoner på 0,8 pst. Ut fra andelen ikke-statsgaranterte obligasjoner i referanseporteføljen for obligasjoner kan langsiktig nominell obligasjonsavkastning for fondet på denne bakgrunn anslås til 4,7 pst. (geometrisk), dvs. en realavkastning på om lag 2,7 pst.

Aksjepremien

Departementet mener fortsatt det er rimelig å legge til grunn en forventet langsiktig risikopremie i aksjer, dvs. meravkastning i forhold til obligasjoner, på 2,5 pst. (geometrisk). Forutsetningen underbygges forøvrig av nyere forskningsresultater, som indikerer at markedsforventningen for aksjepremien ligger i et område fra 3,0 til 3,5 pst. (geometrisk) sammenliknet med korte obligasjoner.³ Dette er godt i tråd med en antakelse om 2,5 pst. aksjepremie relativt til lange obligasjoner. En forventet risikopremie på 2,5 pst. er for øvrig om lag 0,5 prosentpoeng lavere enn medianverdien til forventet risikopremie blant amerikanske finansdirektører.⁴

Eiendomspremien

Forventet langsiktig eiendomspremie, utover avkastningen på statsobligasjoner, er tidligere anslått til 1,0 pst. (geometrisk). Dette synes fortsatt å være en rimelig antakelse. Forventet avkastning på eien-

³ Se Dimson, E., P. Marsh og M. Staunton (2008), *Global Investment Returns Yearbook 2008*.

⁴ Se Graham, J.R. og C.R. Harvey (2007), «The Equity Risk Premium in January 2007: Evidence from the Global CFO Outlook Survey.» Tilgjengelig på <http://ssrn.com/abstract=959703>.

Tabell 3.7 Punktanslag for forventet langsiktig realavkastning (geometrisk) og standardavvik for globale obligasjoner, eiendom og aksjer.¹ Prosent

	Globale obligasjoner	Global eiendom	Globale aksjer
Forventet realavkastning	2,7	3,5	5,0
Forventet volatilitet	6,0	12,0	15,0

¹ Globale obligasjoner inkluderer kredittobligasjoner med en andel som i obligasjonsporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland.
Kilde: Finansdepartementet

domsinvesteringer ligger dermed mellom forventet obligasjonsavkastning og aksjeavkastning, hvilket er en utbredt antakelse. Anslaget ligger etter det departementet erfarer i nedre del av intervallet for forventet avkastning i eiendom mot obligasjoner blant andre store fond. Dette anslaget er beheftet med spesielt stor grad av usikkerhet.

Forventet langsiktig volatilitet

Stats- og kredittobligasjoner

Forventet langsiktig obligasjonsvolatilitet er i denne meldingen anslått til 6 pst., som innebærer en viss oppjustering i forhold til tidligere anslag. Tidligere anslag var i stor grad preget av erfaringene de siste 20 årene. I denne perioden har det vært et strukturelt fall i inflasjonsforventningene, noe som bidro til høy avkastning og lav volatilitet i obligasjonsmarkedene sett i et historisk perspektiv. Etter departementets vurdering synes det ikke rimelig å legge til grunn en tilsvarende utvikling i årene framover. Anslaget på forventet volatilitet i obligasjoner er for øvrig rimelig sammenliknet med forutsetninger som gjøres blant andre aktører internasjonalt.

Aksjevolatilitet

For aksjer globalt synes det etter departementets oppfatning rimelig å foreta en viss nedjustering av tidligere anslag for aksjevolatilitet for land og regioner. Dette må ses i sammenheng med at en diversifisert portefølje av globale aksjer vil ha en noe lavere volatilitet enn individuelle porteføljer av nasjonale eller regionale aksjemarkeder.⁵ Forventet langsiktig volatilitet knyttet til realavkastningen av globale aksjeinvesteringer er på denne bakgrunn anslått til 15 pst., og er godt i tråd med de forutsetninger som andre store internasjonale fond legger til grunn.

Som i de modellsimuleringer som ble presentert i St.meld. nr. 24 (2006-2007), er det lagt til grunn en svak grad av «mean-reversion» i aksjeavkastningen. Denne antakelsen om at avkastningen over tid tenderer mot langsiktige «normalnivåer» eller likevektsnivåer bygger på analyser av historisk avkastning. Med denne forutsetningen er volatiliteten knyttet til aksjeinvesteringer noe lavere enn ellers på lang sikt.

Eiendomsvolatilitet

Departementet legger til grunn en langsiktig volatilitet for en global eiendomsportefølje på 12 pst., som innebærer en oppjustering i forhold til tidligere anslag. Anslaget gjenspeiler bl.a. et behov for å ta høyde for høyere grad av belåning, og bygger forøvrig på vurderinger av de forutsetninger som andre store internasjonale fond har lagt til grunn for sine eiendomsporteføljer.

Forventede langsiktige korrelasjoner

Korrelasjon mellom obligasjoner og aksjer

Det legges til grunn en langsiktig korrelasjon mellom reelle aksje- og obligasjonsavkastninger på 0,3 – 0,5 (punktanslag 0,4), som er høyere enn tidligere anslag. Oppjusteringen av korrelasjonen reflekterer tre forhold. For det første synes det rimelig å anta at korrelasjonen mellom aksjer og obligasjoner er høyere på lang sikt enn på kort sikt («horisont-effekter»)⁶. For det andre har anslag basert på korrelasjonen over de siste 20 år en relativt lav korrelasjon sett i forhold til observasjoner over lengre perioder. Den lave korrelasjonen de siste 20 år gjenspeiler i stor grad et kraftig fall i korrelasjonen de siste ti år, noe som igjen trolig reflekterer fallende inflasjonsforventninger. Etter departementets oppfatning synes det ikke rimelig å forvente at inflasjonsforventningene framover skal falle like mye som i denne perioden. En kor-

⁵ Siden 1986 har totalavkastningsindeksen FTSE All-World vist en gjennomsnittlig årlig volatilitet på 13,9 pst. for verdensporteføljen av store og mellomstore aksjer, mens den har vært henholdsvis 14,4 pst., 16,1 pst. og 20,3 pst. for USA, Europa og Japan (Kilde: Datastream).

⁶ Horisont-effekter oppstår dersom aksje- og obligasjonsavkastningen har felles komponenter i en stokastisk trend (kointegrasjon), for eksempel drevet av makrostrørrelser som økonomisk vekst.

Tabell 3.8 Punktanslag for forventede langsiktige korrelasjoner mellom realavkastning av globale obligasjoner, eiendom og aksjer.¹

	Globale obligasjoner	Global eiendom	Globale aksjer
Globale obligasjoner	1	0,3	0,4
Global eiendom		1	0,6
Globale aksjer			1

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

Kilde: Finansdepartementet

relasjon på 0,3 – 0,5 samsvarer med at det synes vanlig blant andre aktører å anta en svakt positiv samvariasjon mellom aksjer og obligasjoner.⁷

Korrelasjon mellom aksjer og eiendom

Etter departementets vurdering synes det rimelig å anta positiv korrelasjon mellom aksjer og eiendom, og at denne er noe høyere enn mellom aksjer og obligasjoner. Korrelasjonen mellom aksjer og eiendom på lang sikt er anslått til 0,5 – 0,7 (punktanslag 0,6), som er i tråd med tidligere anslag. Anslaget er også i godt samsvar med hva andre store fond synes å forvente.

Korrelasjon mellom obligasjoner og eiendom

Det legges til grunn en positiv korrelasjon mellom realavkastningen i obligasjoner og eiendom, men korrelasjonen antas å være lavere enn de to øvrige korrelasjonene. Forventet korrelasjon mellom obligasjoner og eiendom antas å ligge i intervallet 0,2 – 0,4 (punktanslag 0,3), hvilket innebærer en moderat oppjustering i forhold til tidligere anslag (0,2).

Oppsummering markedsantakelser

Departementets anslag for forventet langsiktig realavkastning (geometrisk), risiko og korrelasjoner framgår av tabellene 3.7 og 3.8. Finansdepartementets råd for investeringsstrategi har i brev av 3. mars 2008 til Finansdepartementet gitt uttrykk for at disse markedsantakelsene er rimelige. Brevet er tilgjengelig på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf).

Simulering av Statens pensjonsfond – Utlands referanseportefølje

Med bakgrunn i anslagene for forventet langsiktig avkastning, volatilitet og korrelasjoner, kan egenskapene til referanseporteføljen til Statens

pensjonsfond – Utland analyseres ved hjelp av en stokastisk simuleringsmodell (Monte Carlo simulering). Modellen simulerer et stort antall (her 6 000) utviklingsbaner som beskriver mulig utvikling i totalavkastningsindeksene (reelt) for de ulike aktivaklassene i porteføljen.⁸ De stokastiske prisprosessene beskrives av såkalte korrelerte geometrisk brownske bevegelser, som er en normal forutsetning om prisforløpet for en rekke finansielle aktiva.⁹ Antagelsen om «mean reversion» i aksjemarkedene krever imidlertid en annen stokastisk prosess for aksjeindeksene. I analysen her er det lagt til grunn den såkalte Ornstein-Uhlenbeck prosessen, som ofte brukes i denne typen analyser. Det er ikke gjennomført simuleringer av utviklingen i valutakurser som følge av at det fokuseres på globale aktivaklasser.¹⁰ I simuleringene er det for øvrig tatt hensyn til gjeldende rebalanseringsregime for Statens pensjonsfond – Utland.

Tabell 3.9 viser forventet realavkastningsrate (geometrisk) og risiko for referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland over en 15-årsperi-

⁸ I analysen er usikkerhet rundt anslagene for forventet avkastning simulert ved å trekke forventningsverdier («drift») fra en normalfordeling med middelvei lik punktanslaget og et anslått standardavvik. Standardavviket til periodeavkastningen vil dermed øke marginalt (dvs. med om lag 0,2 pst.).

⁹ Dersom prisprosessene til en aktivaklasse modelleres som geometrisk brownske bevegelser, har en implisitt antatt at geometrisk avkastning til aktivaklassen er normalfordelt (dette gjelder imidlertid ikke for en portefølje av slike aktivaklasser). En får dermed ikke modellert såkalte fete haler («eksess kurtose»), som for eksempel økt nedsiderisiko i forhold til normalfordelingen. Over lange tidshorisonter, som for eksempel 15-årsperioder som er valgt i denne simuleringen, vil imidlertid feilen som introduseres ved å anta normalfordeling avta i størrelse.

¹⁰ Porteføljevolatiliteten vil dermed bli litt undervurdert. Feilen er imidlertid liten, da det er forventet avkastning og risiko målt i en valutakurv som er av størst interesse, og vektene i denne valutakurven trekker i retning av (men er ikke identisk med) fondets valutaeksponering. En mer detaljert simulering med nasjonal / regional oppdeling (fem land / regioner) med tilhørende stokastiske valutakurser viser at den årlige volatiliteten undervurderes med omtrent 20 basispunkter.

⁷ Generelt antas korrelasjonen å være positiv, men lavere enn 0,5.

Tabell 3.9 Forventet langsiktig realavkastning og risiko av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland.¹

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

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

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

Kilde: Finansdepartementet

ode, under antagelse om en sammensetning av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. Den valgte periodelengden er for øvrig lik som i St.meld. nr. 24 (2006-2007), slik at resultatene kan sammenliknes direkte. Den valgte periodelengde har betydning for resultatene siden det er antatt «mean reversion» i aksjemarkedene. Dette medfører at risikoen i aksjemarkedet gradvis faller over tid relativt til risikoen i obligasjonsmarkedet.

Resultatene av simuleringene viser en estimert gjennomsnittlig årlig realavkastning av fondet på 4,2 pst. geometrisk (6,3 pst. nominelt).¹¹ En forventet volatilitet på 9,2 pst. innebærer at svingningene rundt den forventede avkastningen vil ligge innenfor et område fra -9,2 pst. til +9,2 pst. med 68 pst. sannsynlighet (dvs. forventningsmessig i to av tre år).

Det er betydelig usikkerhet knyttet til anslag på forventet avkastning, og historiske erfaringer viser at avkastningen kan svinge en god del. Denne usikkerheten er så stor at dagens anslag på 4 pst. realavkastning, som legges til grunn for retningslinjene for den økonomiske politikken, må være dekkende for forventninger om gjennomsnittlig realavkastning på både 3, 4 og 5 pst. Først dersom oppnådd avkastning over mange år blir vesentlig høyere eller vesentlig lavere enn 4 pst., vil det være grunnlag for å vurdere om anslaget på 4 pst. representerer en for høy eller for lav forventning til framtidig avkastning.

Resultatene i tabell 3.9 skiller seg likevel ikke vesentlig fra resultatene som ble omtalt i fjorårets stortingsmelding. Den forventede virkningen av å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. er også om lag den samme som vist i fjor.

3.4 Planlagte endringer i investeringsstrategien

I denne meldingen legges det opp til flere endringer i investeringsstrategien i Statens pensjonsfond – Utland. Endringene er et resultat av departementets systematiske arbeid med å videreutvikle investeringsstrategien i fondet. Det legges opp til å starte et langsiktig arbeid med å bygge opp en egen allokering til fast eiendom. Det legges videre opp til å inkludere flere nye markeder i fondets referanseportefølje for aksjer. Begge disse endringene vil kunne bidra til å spre risikoen knyttet til fondets investeringer ytterligere. Det legges også opp til å lempe på kravet om maksimal eierandel på 5 pst. i enkeltstående selskaper, uten at det endrer realiteten i at fondets investeringer er finansielle.

Departementet vil i tiden framover også vurdere å utvide investeringsuniverset for aksjer i Statens pensjonsfond – Utland. Fondets aksjeinvesteringer er i dag begrenset til instrumenter notert på regulert og anerkjent markeds plass. Norges Bank foreslår i brev av 1. februar 2008 til Finansdepartementet at det åpnes opp for investeringer i unoterte aksjer der selskapet har søkt eller har konkrete planer om å søke om å bli noterte på regulert og anerkjent markeds plass. Brevet følger som vedlegg 3 til denne meldingen.

I avsnitt 3.1.3 er det gitt en beskrivelse av hvilke hensyn som vil bli tillagt vekt i det videre arbeidet med fondets investeringsstrategi. Departementets foreløpige vurdering er at Norges Banks forslag om investeringer i planlagt børsnoterte papirer er i tråd med ønsket om å utnytte de spesielle særtrekene ved Statens pensjonsfond bedre. Så lenge slike investeringer utgjør en liten andel av fondets samlede investeringer, vil det heller ikke gi noen vesentlig økning av fondets risikonivå.

¹¹ Det ses bort fra tilflyt av nye midler, som ikke er inkludert i denne analysen.

Departementet vil i tiden framover vurdere forslaget om å tillate investeringer i aksjer i selskaper med planer om notering på regulert og anerkjent markedsplass. Særlig må det legges vekt på gode systemer for rapportering og risikostyring for investeringer som ikke omsettes regelmessig på børse. Det kan også være naturlig å se dette spørsmålet i sammenheng med eventuelle investeringer i unoterte aksjer mer generelt. Eventuelle endringer i retningslinjene på dette punkt vil bli rapportert som del av den regelmessige rapporteringen til Stortinget.

3.5 Investeringer i fast eiendom i Statens pensjonsfond – Utland

3.5.1 Eiendom som aktivklasse

Investeringer i fast eiendom gir eierinteresser i tomt, bygninger eller deler av bygninger. En rekke type bygninger, som for eksempel kontorbygg, kjøpesentre, industribygg og boligkomplekser, inngår i aktivaklassen. Det er to måter å investere i eiendom på. Direkte investeringer innebærer at investor kjøper eiendom uten mellomledd, mens indirekte investeringer innebærer at investor kjøper andeler i et fond eller aksjer i et eiendomsselskap som igjen investerer direkte i en eller flere eiendommer. En indirekte investering kan også være organisert gjennom felles kontrollert virksomhet («joint-venture»).

Fondsandeler og eiendomsselskapsaksjer er enten notert på børse eller ikke. Statens pensjonsfond – Utland inneholder allerede noterte fondsandeler og noterte aksjer i eiendomsselskaper. I tillegg inneholder referanseporteføljen for obligasjoner rentepapirer utstedt mot sikkerhet i eiendommer. Spørsmålet som nå har vært vurdert, er om eiendom i tillegg skal etableres som en egen aktivklasse i fondet, med investeringer også i eiendom som ikke er børsnert.

Historiske data viser at avkastning av eiendomsinvesteringer har vært noe høyere enn for obligasjoner, men lavere enn for aksjer. Analyser av historisk avkastning i eiendomsmarkedet vanskeligjøres av at faktiske kostnader knyttet til forvaltning av en eiendomsportefølje er høyere enn i aksjer og obligasjoner. Merkostnaden knyttet til eiendomsinvesteringer vurderes likevel som mindre enn de positive effektene slike investeringer forventes å ha for et fonds samlede avkastning og risiko.

Historiske data viser at også risikoen knyttet til eiendomsinvesteringer ligger mellom risikoni-

vået for aksje- og obligasjonsinvesteringer. Virkningen av eiendomsinvesteringer på samlet risiko i Statens pensjonsfond avhenger imidlertid ikke bare av risikoen knyttet til eiendomsinvesteringer, men også av om avkastningen av eiendom utvikler seg i takt med avkastningen av aksjer og obligasjoner. Analyser av tilgjengelige avkastningsserier for disse tre aktivklassene viser at avkastningen av eiendomsinvesteringer på den ene side, og aksje- og obligasjonsinvesteringer på den annen, bare i begrenset grad beveger seg i takt. Disse egenskapene ved eiendomsinvesteringer innebærer at risikoen til en portefølje bestående av aksjer, obligasjoner og eiendom forventes å være noe lavere enn en portefølje av aksjer og obligasjoner, for et gitt nivå på forventet avkastning.

Sett over perioder på flere tiår kan virkningen på fondets risiko være en annen. Det finnes ikke et tilstrekkelig godt nok datamateriale til å fastslå hvordan avkastningen av eiendoms- og aksjeinvesteringer vil samvariere over perioder på veldig mange år, men det er rimelig å anta at samvariasjonen tiltar når avkastningen måles over lange horisonter. I så fall vil gevinster i form av bedre risikospredning være mindre over lange horisonter. På den annen side er eiendomsinvesteringer investeringer i realaktiva. Dette gjelder også aksjeinvesteringer, men ikke obligasjonsinvesteringer. I dette ligger at investeringer i eiendom og aksjer gir eksponering mot hhv. produksjonsmidler som bygninger og maskiner etc., som genererer framtidige inntekter, og mot eiendom som gir leieinntekter. Investeringer i fast eiendom framfor nominelle obligasjoner kan derfor bidra til å beskytte en porteføljes langsiktige kjøpekraft.

Observasjoner av faktiske eiendomsinvesteringer i andre store fond internasjonalt viser at porteføljene er satt sammen dels av investeringer i eksisterende bygg med relativt forutsigbare konstantstrømmer og dels av investeringer i utviklingsprosjekter med mindre forutsigbare utfall. I begge tilfeller vil avkastningen dels skyldes utviklingen i det underliggende eiendomsmarkedet og dels dyktighet i aktiv forvaltning. En annen observasjon er at investeringene har en vesentlig grad av belåning. Det er ikke uvanlig at investeringene i en eiendomsportefølje er egenkapitalinskudd i en portefølje som i gjennomsnitt har en belåningsgrad på 50 pst. I en slik portefølje vil investeringene arte seg som egenkapitalinskudd, noe som gjør at risikonivået målt ved årlige svingninger er mer på linje med nivået i aksjeinvesteringer enn i obligasjonsinvesteringer.

Boks 3.1 Andre investorers vurdering av eiendomsinvesteringer

Det nærmeste en kommer en forklaring på hva som har vært avgjørende for andre fonds investeringer i eiendom, er trolig å spørre investorene selv. I en studie publisert i 2006¹ har profesorene Goetzmann og Dhar ved Yale University intervjuet 202 institusjonelle investorer i USA om hvilke faktorer som har vært avgjørende for deres beslutning knyttet til investeringer i eiendomsmarkedet. Om lag 70 pst. av disse institusjonene hadde investeringer i fast eiendom. Studien viser bl.a. at:

- Både avkastning og risiko forventes å ligge noe over obligasjoner, og noe lavere enn for aksjer. Undersøkelsen bekrefter også at kostnadene i eiendomsforvaltning er høyere enn ved aksje- og obligasjonsinvesteringer.
- Når investorene ble spurt om å oppgi de viktigste grunnene til å investere i eiendom, er det diversifisering og beskyttelse mot inflasjon som er de to klart mest benyttede begrunnelsene.
- Når investor i stedet blir spurt om de viktigste faktorene bak deres egen allokering til eiendom, er det fire faktorer som skiller seg ut som viktige. Om lag halvparten av de som svarte på undersøkelsen oppga at de hadde lagt vekt på analyser av henholdsvis historisk og forventet avkastning og risiko. De fondene som svarte at de ikke hadde investert i eiendom var også de som la minst vekt på analyser av historisk og forventet avkastning og risiko i eiendomsmarkedet.
- Undersøkelsen viser videre at råd fra eksterne konsulenter og tiltro til at en kan velge de beste eksterne forvalterne av eiendom var avgjørende for fondenes beslutning. Andre forklaringsfaktorer som hva andre ledende institusjoner har gjort, markedstrender og økonomiske utsikter synes å være mindre viktige.
- Institusjonene ble også bedt om å identifisere de viktigste risikofaktorene knyttet til inves-

teringene i eiendom. Det mest interessante med svarene var at markedsrisiko målt ved svingninger i avkastning (volatilitet) framsto som lite viktig. Bare i overkant av 10 pst. av de som svarte på undersøkelsen trakk fram denne type risiko. De risikofaktorene som ble rangert som viktigst var i stedet risikoen for ikke å få solgt en uønsket investering når en ønsker det (likviditet), risikoen for å omsette eiendommer til en pris som avviker fra faktisk verdi og risikoen knyttet til lite pålitelige data for historisk verdsettelse.

- Både likviditetsrisiko og risikoen for å betale for mye er nært knyttet opp til graden av effisiens i eiendomsmarkedet. Vektleggingen av disse faktorene er derfor konsistent med at investorene rangerte eiendomsmarkedet som mindre effisient enn aksje- og obligasjonsmarkedet.

Forfatterens konklusjon er at det er statistiske analyser av avkastning og risiko som er avgjørende for andre fonds beslutninger om eiendomsinvesteringer. Samtidig viser studien at vurderinger av annen usikkerhet også er viktig. Flere av de usikkerhetsfaktorene som trekkes frem er nært knyttet opp til en oppfatning av at eiendomsmarkedet er mindre effisient enn aksje- og obligasjonsmarkedet. Det er igjen konsistent med investorenes tro på at det er mulig for gode forvaltere å oppnå en avkastning som er bedre for gjennomsnittsinvestoren. Med en slik oppfatning kan det være at investorene har lagt en høyere forventet avkastning til grunn for sine analyser av forventet avkastning enn det analyser av historisk avkastning i hele eiendomsmarkedet gir grunnlag for.

Dhar, R. og W.N. Goetzmann, (2006), «Institutional Perspectives on Real Estate Investing», *The Journal of Portfolio Management*, Summer 2006.

Boks 3.1 viser resultatet av en spørreundersøkelse om eiendomsinvesteringer blant amerikanske institusjonelle investorer. Undersøkelsen understøtter de avkastnings- og risikoegenskapene som er beskrevet ovenfor og som er lagt til grunn i departementets analyser av eiendomsinvesteringer.

3.5.2 Departementets vurdering av eiendom som aktivaklasse

Finansdepartementet omtalte arbeidet med å vurdere investeringer i fast eiendom for Statens pensjonsfond – Utland i Nasjonalbudsjettet 2008. De-

partementet omtalte bl.a. de råd som var mottatt fra Norges Bank og Strategirådet om en egen allokering til fast eiendom. Norges Bank foreslo i brev av 20. oktober 2006 til Finansdepartementet et langsiktig strategisk mål om å investere opptil 10 pst. av fondets midler i fast eiendom og infrastruktur. Banken begrunnet anbefalingen med at eiendomsinvesteringer bidrar til bedre spredning av risikoen i fondet og at investeringer i mindre likvide markeder som fast eiendom kan gi en likviditetspremie i form av en høyere forventet avkastning enn ellers. Finansdepartementets råd for investeringsstrategi rådet departementet til i første omgang å sette et mål om at 5 pst. av fondet investeres i fast eiendom. Strategirådet ga uttrykk for at det først og fremst er de langsiktige avkastnings- og risikoegenskapene ved eiendom, og særlig ønsket om å investere mer av fondet i realaktiva, som taler for slike investeringer framfor obligasjoner.

I Nasjonalbudsjettet 2008 pekte Finansdepartementet på at tilrådingene som var mottatt pekte entydig i retning av å investere en andel av fondet i fast eiendom. En pekte på at eventuelle investeringer i stor grad vil skje i unoterte og mindre likvide markeder, og at det reiser utfordringer blant annet knyttet til måling av avkastning og risiko. Departementet så derfor behov for å arbeide videre, bl.a. med utformingen av et hensiktsmessig mandat, operasjonalisering av etiske hensyn og bruk av ulike instrumenter og selskapsstrukturer.

Basert på analysene fra Norges Bank, Strategirådet og egne analyser har departementet nå kommet til at deler av Statens pensjonsfond – Utland bør allokere til en egen portefølje for eiendomsinvesteringer. Investeringene motsvares av en reduksjon av andelen obligasjonsinvesteringer. Departementet har i denne vurderingen lagt vekt på følgende forhold:

- Aksjer og obligasjoner utgjør de to største og viktigste aktivklassene som er tilgjengelige for finansielle investorer. Eiendom er den tredje største. Det er vanskelig å framskaffe presise anslag på den samlede markedsverdien av den investerbare delen av eiendomsmarkedet. Det er anslått at verdien av investerbar næringseiendom utgjør anslagsvis 5-15 pst. av den samlede verdien av aksjer, obligasjoner og eiendom globalt (verdensmarkedsporteføljen)¹². Det synes naturlig at en bredt diversifisert og global portefølje som Statens pensjonsfond – Utland også bør være eksponert mot en så stor aktivaklasse som eiendom.

- De fleste store institusjonelle investorer har investert betydelige midler i eiendomsmarkedet. Eiendomsporteføljene i fond som i størrelse og virksomhetens karakter likner på Pensjonsfondet, utgjorde ved utløpet av 2006 i gjennomsnitt 7 pst. av samlet forvaltningskapital, hvorav 4 prosentpoeng var i unoterte eiendomsinvesteringer. Etter at det er vunnet ti års erfaring med investeringer i børsnoterte og relativt likvide instrumenter i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond, er det vanskelig å se hvorfor strategien til fondet framover fortsatt skal avvike så sterkt fra strategien til andre store internasjonale fond.
- Historiske avkastningstall for eiendomsmarkedet er av dårligere kvalitet enn for aksje- og obligasjonsmarkedet. Analyser av hvordan eiendomsinvesteringer vil påvirke samlet avkastning og risiko i Statens pensjonsfond – Utland bør derfor tolkes med varsomhet. Basert på det tilgjengelige datamateriale er det likevel etter departementets vurdering godt belegg for å si at samvariasjonen mellom avkastningen på eiendom og henholdsvis aksjer og obligasjoner er begrenset. Eiendomsinvesteringer vil derfor kunne bidra til bedre spredning av risikoen i fondet.
- Mangel på data gjør det vanskelig å estimere egenskapene til eiendomsinvesteringer på lang sikt. Det er likevel sannsynlig at samvariasjonen mellom avkastningen av investeringer i eiendom og aksjer er høyere på lang sikt enn på kort sikt. Over lange horisonter er det derfor særlig eiendomsinvesteringer som investeringer i realaktiva, som er attraktivt. Formålet med investeringene i Pensjonsfondet er å oppnå en høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen. Dersom eiendomsinvesteringer framfor obligasjonsinvesteringer gir en bedre sikkerhet for fondets internasjonale kjøpekraft på lang sikt, er det en attraktiv egenskap.
- Avkastningen bedres ved at forventet avkastning av eiendom er høyere enn for obligasjoner. Både indikasjoner på at eiendomsinvesteringer gir tilgang til en egen priset risikofaktor, og muligheten for illikviditetspremier i unoterte eiendomsinvesteringer trekkes fram for å forklare meravkastningen i forhold til obligasjoner.

¹²Se Hoesli, M. og C. Lizieri, Real Estate in the Investment Portfolio. A report prepared for the Investment Strategy Council of the Ministry of Finance. Rapporten er tilgjengelig på www.regjeringen.no/spf.

Departementets analyser viser at virkningen på fondets samlede risiko og avkastning i noen grad vil avhenge av hvordan investeringene gjennomføres. En portefølje av belånte eiendommer, for eksempel gjennom unoterte fondsinvesteringer, vil kunne gi et større bidrag til forventet avkastning i fondet enn en portefølje av eiendommer uten belåning. Samtidig vil porteføljen av belånte eiendommer også gi et noe større bidrag til fondets samlede risiko. Virkningen på fondets risiko over perioder på 15 år av en 5 pst. allokering til eiendom på bekostning av obligasjonsinvesteringer, vil likevel være begrenset, selv med en viss belåning av eiendommene i porteføljen. Det skyldes i noen grad en begrenset samvariasjon med aksjer og obligasjoner, men også at andelen investert i eiendom begrenses til 5 pst. Se boks 3.2 for en nærmere drøfting av disse spørsmålene.

I praksis vil utviklingen i unoterte eiendomsinvesteringer framstå som mindre variable enn de i realiteten er. Det skyldes at verdien av en eiendomsportefølje i all hovedsak vil bli fastsatt på bakgrunn av takseringer av de underliggende eiendommene. Verdivurderinger av eiendom vil derfor ikke bli gjort like hyppig og takstene vil ikke reflektere ny informasjon like raskt som markedsverdiberegninger av aksjer og obligasjoner, som omsettes daglig i likvide markeder. Dette vil i praksis kunne medføre en stabilisering av rapporterte resultater, uten at de rapporterte svingningene nødvendigvis reflekterer variasjonene i eiendommenes faktiske verdi.

Sammenliknet med markedet for fast eiendom, er størrelsen på markedet for infrastrukturinvesteringer fortsatt beskjedent. Departementet har, i tråd med tidligere praksis, lagt vekt på en gradvis og forsiktig oppbygging av nye investeringsområder. En har derfor funnet det riktig å prioritere arbeidet med å bygge opp en godt diversifisert eiendomsportefølje uten å samtidig bygge opp en portefølje av infrastrukturinvesteringer. En slik forsiktighet synes også forenelig med Strategirådets vurderinger i brev av 19. juni 2007.

I de senere årene har det vært en betydelig etterspørsel etter eiendomsinvesteringer, og flere aktører argumenterer for at eiendomsmarkedet i dag er forholdsvis høyt priset. Analyser av forventet avkastning av eiendom inngår i Norges Banks analyser fra 2006, som danner bakgrunnen for deres anbefaling om å åpne opp en strategisk allokering til eiendom og infrastruktur på opptil 10 pst. av fondet. Ut over disse analysene har ikke departementet lagt avgjørende vekt på analyser av dagens prising av eiendomsmarkedet. Den viktigste

grunnen til dette er at selv om det åpnes opp for en allokering til eiendom nå, vil det ta mange år før det er bygget opp en stor portefølje.

Norges Bank skal i første omgang ha tilstrekkelig tid til å bygge opp en forvaltningsorganisasjon med nødvendige systemer og kompetanse. Statens pensjonsfond er allerede stort sett i forhold til eiendomsmarkedets størrelse, og fondet forventes å vokse raskt i mange år framover. En allokering på 5 pst. til eiendom må derfor anses som et svært ambisiøst mål innenfor en rimelig tidshorisont.

Samtidig er markedet for unoterte eiendomsinvesteringer lite likvid. Dersom en investor som Statens pensjonsfond går for raskt fram i et slikt marked, vil det kunne redusere avkastningen på grunn av uheldig markedspåvirkning. Ved å bruke lang tid på implementeringen er det dessuten mindre sannsynlighet for at kapitalen blir investert på et tidspunkt som i etterkant viser seg å være mindre gunstig. Denne risikoen reduseres også av at deler av tilførselen av ny kapital i mange år framover vil bli investert i eiendom i takt med at fondet vokser.

3.5.3 Arbeidet med et mandat for eiendomsinvesteringer

Før de planlagte investeringene i fast eiendom kan starte opp, må det finnes løsninger på flere styringsmessige utfordringer. Det skal i første omgang defineres et investeringsmandat som spesifiserer avkastningskrav, krav til verdivurdering, risikorammer og rapporteringskrav. Departementet vil legge vekt på å finne løsninger som gir riktige insentiver til Norges Bank som forvalter, både når det gjelder avkastning, risiko og kostnader knyttet til forvaltningen av eiendom.

Valg av referanseavkastning vil stå sentralt i arbeidet med mandatet til Norges Bank. Uavhengig av hvordan forvaltningen organiseres, vil ikke den måten aksje- og obligasjonsporteføljen i Statens pensjonsfond – Utland forvaltes på i dag, med en referanseportefølje og en øvre grense for relativ volatilitet, være direkte overførbar til en portefølje av eiendomsinvesteringer. I de noterte markedene er det mulig å velge en referanseportefølje av investerbare aktiva som dekker store deler av markedet, prises hyppig, er godt dokumentert og klart definert, og som kan forvaltes passivt. Slike indekser eksisterer imidlertid ikke for eiendom. Eiendomsindeksene inneholder bare en lav andel av investerbar eiendom i de enkelte markedene, og det eksisterer ingen dekkende global

Boks 3.2 Modellberegninger av virkningen på avkastning og risiko

Historiske avkastningstall for eiendomsmarkedet er av dårligere kvalitet enn hva som er tilfellet for aksje- og obligasjonsmarkedet. En har heller ikke en global eiendomsindeks som kan benyttes til historiske simuleringer av hva avkastningen av en eiendomsportefølje i Statens pensjonsfond ville vært tilbake i tid. Mangel på historiske data gjør det også mer krevende å etablere anslag på framtidig avkastning og risiko i eiendom som aktivaklasse. For en konkret eiendomsportefølje vil dessuten forhold som graden av belåning, fordelinger av investeringer på etablerte bygg og bygg under utvikling, og fordelingen mellom utviklede og framvoksende markeder påvirke hva som er rimelige anslag på forventet avkastning og risiko. Usikkerheten knyttet til å tallfeste virkningen av å inkludere eiendom i Statens pensjonsfond er derfor høy. Resultatene av slike beregninger bør følgelig også tolkes med varsomhet.

I tabell 3.10 er resultatene av simuleringer av fondets avkastning og risiko over perioder på 15 år estimert både med og uten eiendom. Beregningene er gjort med utgangspunkt i forutsetningene som er beskrevet i avsnitt 3.3.2. Forutsetningene er ment å representere avkastning og risiko i de tre aktivaklassene over måleperioder på flere år. Som omtalt i avsnitt 3.5.2 antas det at samvariasjonen mellom eiendom og aksjer er høyere på lang sikt enn på kort sikt. Det betyr at gevinster i form av risikospredning som følge av eiendomsinvesteringer vil kunne være større over kortere horisonter enn det som framgår av tabell 3.10.

Beregningene i tabell 3.10 viser små endringer i samlet forventet avkastning og risiko som følge av eiendomsinvesteringer. Standardavviket

av gjennomsnittlig realavkastning over 15 år er for eksempel 2,4 i begge tilfeller, og den beregnede sannsynligheten på 4 pst. for negativ akkumulert realavkastning etter 15 år, er bare noe høyere enn de 3,7 pst. som er beregnet med bare aksjer og obligasjoner i porteføljen. Disse resultatene er ikke overraskende. Med en allokering på 5 pst. vil det være vanskelig å måle noen vesentlig endring av fondets samlede avkastning og risiko. Forbedringene i bytteforholdet mellom avkastning og risiko for fondet samlet vil være små.

Samtidig vil selv marginale forbedringer i fondets forventede avkastning kunne utgjøre betydelige beløp over perioder på 15 år. Med utgangspunkt i et fond på 2000 mrd. kroner, og selv om fondet ikke skulle få tilført noe mer kapital, er estimert medianverdi av fondet etter 15 år 21 mrd. kroner høyere med en 5 pst. andel investert i eiendom.

Alternativt kan analysen av avkastning og risiko gjøres ved å beregne hvilken fordeling mellom aksjer, obligasjoner og eiendom som vil gi det beste beregnede bytteforholdet mellom avkastning og risiko. Resultatene av slike beregninger er svært følsomme for de forutsetningene som legges til grunn. Med bakgrunn i samme forutsetninger som ovenfor, vil resultatet være at det beste bytteforholdet mellom avkastning og risiko for fondet samlet oppnås med en langt høyere eiendomsandel enn de 5 pst. som det nå legges opp til i Statens pensjonsfond – Utland. Andelen på 5 pst. er da også valgt ut fra andre hensyn enn de rent finansielle, som behovet for en gradvis oppbygging av porteføljen og beskrankninger som følge av fondets størrelse og tilgjengelig likviditet i markedet.

Tabell 3.10 Forventet langsiktig realavkastning og risiko på referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland med 5 pst. investert i fast eiendom

Andel aksjer / oblig. / eiendom (pst.)	Gj.snittlig årlig realavkastning (geometrisk) over 15-årsperioder (pst.)	Standardavvik av årlig realavkastning (pst.)	Standardavvik av gj.snittlig realavkastning over 15 år (pst.)	Sannsynlighet for negativ akkumulert realavkastning etter 15 år (pst.)	Sannsynlighet for årlig geom. realavkastning < 4 (pst.)	Sharpe-rate
60 / 35 / 5	4,3	9,4	2,4	4,0	46,3	0,29
60 / 40 / 0	4,2	9,2	2,4	3,7	46,8	0,29

Kilde: Finansdepartementet

indeks. Videre er indeksene ikke investerbare og de er basert på eiendomstaksinger og ikke på faktiske transaksjoner. Dette er forhold som gjør det vanskelig å bruke indeksene som presise styringsverktøy for eiendomsinvesteringer. Avkastningsmålene til institusjonelle investorer som har hoveddelen av porteføljen investert i land med godt utviklede eiendomsindekser, som England og USA, er likevel ofte basert på eiendomsindekser. Mangelen på gode globale eiendomsindekser har gjort at mange institusjonelle investorer med internasjonale eiendomsinvesteringer ikke velger eiendomsrelaterte avkastningsmål, men isteden benytter en realrente eller en renteavkastning med påslag for en risikopremie. Norges Bank skrev i brev av 22. august 2007 til Finansdepartementet at de anbefalte et absolutt avkastningskrav i en oppbyggingsperiode, og at banken ville komme tilbake med et forslag til et slikt krav.

I stedet for en referanseportefølje og øvre grense for relativ volatilitet vil departementet vurdere om det skal fastsettes andre krav til diversifisering av porteføljen. Det kan for eksempel være aktuelt å begrense størrelser som graden av belåning, andeler investert i enkeltsektorer, andeler investert i framvoksende markeder, andelen prosjekter med antatt høy risiko mv. Norges Bank skrev i brev av 22. august 2007 til Finansdepartementet at krav til risikospredning burde implementeres først etter en periode med investeringer, og at banken ville komme tilbake med forslag til slike krav. Banken vil også måtte redegjøre for hvordan investeringsprosesser for investeringer i unoterte markeder vil bli organisert og hvordan banken vil gjennomføre uavhengig måling av avkastning og analyse av risiko. Videre skal opplegget for regnskapsføring og revisjon gjennomgås.

Departementet vil arbeide videre med å utforme et mandat. Arbeidet vil bl.a. baseres på råd og redegjørelser som Norges Bank allerede har gitt. Det er også inngått en avtale med en ekstern uavhengig konsulent som har fått i oppdrag å utarbeide et forslag til mandat. Mandatet vil bli offentliggjort på departementets nettside (www.regjeringen.no/spf) når det er fastsatt, og Stortinget vil bli orientert om videre framdrift i omtalene av Statens pensjonsfond framover. Departementet legger opp til at det kan bli aktuelt å begynne oppbyggingen av en eiendomsportefølje i løpet av 2008 dersom det er funnet tilfredsstillende løsninger på utfordringene knyttet til å utarbeide mandatet.

3.5.4 Hensynet til etikk og beskrankninger knyttet til lukkede jurisdiksjoner

I utgangspunktet vil fondets etiske retningslinjer gjelde også for investeringer i nye aktivaklasser som eiendom. Departementet omtalte i Nasjonalbudsjettet 2008 et særlig spørsmål knyttet til om utleie av eiendom til selskaper som var utelukket fra aksjeporteføljen i seg selv kvalifiserte for uttrekk fra en eiendomsportefølje. Etikkrådet skrev i den sammenheng i brev av 7. september 2007 til Finansdepartementet at utleie til selskaper som er utelukket på bakgrunn av de etiske retningslinjene, normalt ikke vil kvalifisere for uttrekk fra fondet, og at utelukkelse må vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle. Brevet fulgte som trykt vedlegg til Nasjonalbudsjettet 2008 og er tilgjengelig på departementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf). Departementet sluttet seg til denne konklusjonen, og skrev samtidig at en ville vurdere hvordan miljømessige hensyn kunne innarbeides i et mandat for eiendomsinvesteringer.

Det overordnede målet for Norges Banks investeringer i fast eiendom er å sikre fondets finansielle interesser. Fondet har en lang tidshorisont for sine investeringer, og investeringene i fondet er bredt plassert. Departementet legger til grunn at det er en sammenheng mellom en bærekraftig økonomisk utvikling og en bærekraftig sosial og miljømessig utvikling.

Utforming og drift av bygninger har stor innvirkning på miljøet. FNs klimapanel (IPCC) har anslått at årlige CO₂-utslipp fra bygningssektoren, inklusive utslipp som følge av energiforbruk, var om lag ¼ av samlede utslipp i 2004.¹³ Gjennom store eierandeler i deler av eiendomsforvaltningen vil Norges Bank som forvalter kunne ha større innflytelse på de krav som stilles til de underliggende aktivæne i porteføljen enn gjennom forvaltningen av aksje- og renteporteføljen. Det taler for å ta særlige miljöhensyn i eiendomsforvaltningen. Dette vil særlig gjelde innenfor områdene energieffektivitet, vannforbruk og avfallshåndtering.

Statens pensjonsfond – Utland bør følge og bidra til utviklingen av beste praksis i integreringen av miljöhensyn i forvaltningen av fast eiendom.

¹³ Levine, M., D. Ürge-Vorsatz, K. Blok, L. Geng, D. Harvey, S. Lang, G. Levermore, A. Mongameli Mehlwana, S. Mirasgedis, A. Novikova, J. Rilling, H. Yoshino, 2007: Residential and commercial buildings. I Climate Change 2007: Mitigation. Contribution of Working Group III to the Fourth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change [B. Metz, O.R. Davidson, P.R. Bosch, R. Dave, L.A. Meyer (eds)], Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom and New York, NY, USA.

Departementet tar sikte på at det stilles krav om at Norges Bank skal delta aktivt i det arbeidet som foregår internasjonalt med å utvikle særlige miljøhensyn. Det bør videre framgå av Norges Banks interne retningslinjer for forvaltning av eiendomsporteføljen hvordan miljøhensyn er integrert i investeringsprosessen.

I retningslinjene for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland er fondets investeringsunivers for aksje- og obligasjonsinvesteringer knyttet til hvilke markedsplasser aksjene omsettes på og i hvilken valuta obligasjonene er utstedt. Investeringsuniverset er begrenset til regulerte og anerkjente markedsplasser der notering bl.a. innebærer at minimumskrav til åpenhet og rapportering er oppfylt. Denne avgrensningen av investeringsadgangen i aksjer og obligasjoner følger også av markedspraksis ettersom fondets indeksleverandører klassifiserer selskaper og andre utstedere i de indeksene som benyttes i fondets referanseportefølje på samme måte.

Når departementet nå legger opp til å åpne for investeringer i eiendomsselskaper og fond som ikke er noterte, kan markedsplasser ikke brukes som avgrensningskriterium. Det er likevel ønskelig å ha en avgrensning av investeringsuniverset, og det er da naturlig å knytte investeringsadgangen til hvor eiendomsselskaper og -fond er etablert.

Eiendomsselskaper og -fond kan være etablert i andre land enn der de aktuelle eiendommene befinner seg. Indirekte eierskap i eiendommer er organisert for å ivareta flere hensyn, inklusive ansvarsbegrensning og tilgang til kompetanse. Mange internasjonale institusjonelle investorer, som pensjonsfond og forsikringsselskaper er dessuten, i likhet med Pensjonsfondet – Utland, fritatt fra beskatning i sitt hjemland. For at de institusjonelle investorene skal kunne nyte godt av de gunstige skattereglene i hjemlandet etableres unoterte eiendomsfond og -selskaper ofte i jurisdiksjoner som tilbyr skatteregimer som fører til at mesteparten av avkastningen blir skattepliktig i investorens hjemland.

Lokale skatteregler og skattenivå knyttet til investeringer varierer betydelig og lokaliseringen av eiendomsselskap og -fond får stor betydning for samlet skattebelastning. Dette er hensyn som er særlig relevant for spørsmålet om organisering av eiendomsinvesteringer ettersom investeringene i mange tilfeller skjer gjennom nyetablerte strukturer knyttet til spesifikke investeringsformål.

Noen stater forsøker å tiltrekke seg etableringer gjennom lave skatter, og i tillegg ved å tilby lovgivning som legger opp til en lav grad av transparens og informasjonsutveksling. Noen av disse jurisdiksjonene kan kritiseres for å være såkalte lukkede finanssentra - jurisdiksjoner med manglende transparens og informasjonsutveksling.

Departementet legger på denne bakgrunn opp til at unoterte eiendomsfond og -selskaper i fondets portefølje skal være etablert i land som enten er OECD-land, eller som Norge har skatteavtaler eller andre avtaler med som gir tilstrekkelig innsyn, eller som Norge har inngått en særskilt «Tax Information Exchange Agreement» (TIEA) med, bygd på OECDs modell. I tillegg kan ikke landet være listet som «usamarbeidsvillig jurisdiksjon» av OECD.

Departementet har i vurderingen av denne restriksjonen særlig lagt vekt på følgende:

- Kriteriene er objektive, og bygger på de prinsipper OECD har lagt til grunn.
- Ingen andre fond som det er naturlig å sammenlikne Statens pensjonsfond - Utland med har, så langt Finansdepartementet har brakt på det rene, tilsvarende restriksjoner for sine investeringer. Statens pensjonsfond vil derfor framstå som det mest restriktive fondet i denne sammenheng.
- Ved å knytte begrensningen opp mot land som Norge har informasjonsutvekslingsavtaler med i skattespørsmål, knyttes restriksjonen opp mot en indikator på jurisdiksjonenes generelle vilje til åpenhet og samarbeid. I dag er det inngått skatteavtaler med regler om informasjonsutveksling eller TIEA's med 83 jurisdiksjoner, men det foreligger konkrete planer om å forhandle om TIEA's med flere jurisdiksjoner i tiden som kommer. Restriksjoner på eiendomsinvesteringene vil understreke Norges holding i disse forhandlingene.

Departementets vurdering er at denne restriksjonen på eiendomsinvesteringene er gjennomførbar uten vesentlige ulemper for forvaltningen. Samtidig vil det være vanskelig å gå lenger i å begrense fondets investeringer fordi en da kan ende opp med å bli avskåret fra å kunne benytte mange av de beste eiendomsforvalterne. Valg av forvalter har spesielt stor betydning for avkastningen i eiendomsforvaltning siden forskjellen mellom resultatene til gode og mindre gode eiendomsforvaltere er store og vesentlig større enn i aksje- og obligasjonsmarkedet.

3.5.5 Konklusjon

Basert på tilrådingene fra Norges Bank, Strategirådet og egne analyser legger departementet opp til en målsetting om at inntil 5 pst. av kapitalen i Statens pensjonsfond – Utland investeres i fast eiendom. Den nylig vedtatte økningen av aksjeandelen til 60 pst. vil være upåvirket av denne beslutningen, slik at eiendomsinvesteringene motsvares av en tilsvarende reduksjon av andelen obligasjoner.

Før de planlagte investeringene i fast eiendom kan starte opp, skal det utarbeides et investeringsmandat som spesifiserer avkastningskrav, risikorammer og rapporteringskrav. Mandatet skal baseres på et ønske om å gi riktige insentiver til forvalter med hensyn til avkastning, risikotaking og kostnadsstyring. Det vil også være et mål å videreføre stor grad av åpenhet om investeringene, og Statens pensjonsfond – Utland skal være minst like åpen om forvaltningen av eiendomsporteføljen som andre store fond. Reguleringen av hensyn til etikk og juridiksjoner skal innarbeides i mandatet til Norges Bank i tråd med omtalen i avsnitt 3.5.4 ovenfor.

Investeringer i det unoterte eiendomsmarkedet er en ny aktivitet både for Finansdepartementet og Norges Bank. En 5 pst. allokering er et svært ambisiøst mål innenfor en rimelig tidshorison, og det vil ta mange år å bygge opp en betydelig eiendomsportefølge. I oppbyggingen skal det tas hensyn til behovet for kompetanse og systemer, behovet for å unngå unødige transaksjonskostnader gjennom markedspåvirkning, og ønsket om å spre tidspunktene for kjøp av hensyn til risikoen for å investere en stor andel av porteføljen på et tidspunkt som i ettertid viser seg å være ugunstig. Alle disse hensynene understreker behovet for å bruke mange år på arbeidet med å bygge opp en eiendomsportefølge.

3.6 Framvoksende aksjemarkeder

3.6.1 Bakgrunn

Aksjeporteføljen i Statens pensjonsfond – Utland er bredt diversifisert over både regioner og land. Et viktig formål med denne diversifiseringen er å oppnå eksponering mot aksjemarkedene globalt for derigjennom å oppnå et best mulig bytteforhold mellom fondets avkastning og risiko. Eksponeringen i referanseporteføljen mot framvoksende aksjemarkeder har hittil vært begrenset til et forholdsvis lite antall markeder. Det er med bakgrunn i dette at Finansdepartementet på ny vur-

derer om ytterligere framvoksende aksjemarkeder bør inngå i fondets referanseportefølge. Framvoksende obligasjonsmarkeder skiller seg fra framvoksende aksjemarkeder langs flere dimensjoner. Departementet vil foreta en vurdering av framvoksende obligasjonsmarkeder på et senere tidspunkt.

Aksjemarkedene i Brasil, Mexico, Tyrkia, Taiwan og Sør-Korea ble inkludert i referanseporteføljen for aksjer i Statens pensjonsfond – Utland fra januar 2001. Endringen i referanseporteføljen ble gjort med bakgrunn i vurderinger av oppgjørsmessig risiko, tilsynssystemer, lovgivning, markedenes størrelse og likviditet, åpenhet for utenlandske investorer, avkastning og risiko og politisk og makroøkonomisk stabilitet.

I Nasjonalbudsjettet 2004 ble det foretatt nye vurderinger av framvoksende markeder for aksjer og obligasjoner. Etter råd fra Norges Bank, og basert på tilsvarende kriterier som tidligere, ble det besluttet å ta ut det tyrkiske aksjemarkedet fordi den fritt omsettelige delen av dette markedet ble vurdert som for liten. Samtidig ble det besluttet å inkludere Sør-Afrika i referanseporteføljen for aksjer. Det ble ikke lagt opp til å inkludere framvoksende markeder i referanseporteføljen for obligasjoner. Referanseporteføljen ble formelt endret i 2004.

Fra 1. januar 2004 ble listen over tillatte aksjemarkeder utvidet med Chile, Filippinene, India, Israel, Indonesia, Kina, Malaysia, Polen, Tsjekkia og Ungarn. Fra tidligere inngikk Thailand i denne listen. Markedene i disse landene er ikke en del av referanseporteføljen, men Norges Bank kunne investere deler av fondets midler i disse markedene som et ledd i bankens aktive forvaltning. På samme måte inngikk obligasjoner utstedt i valutaene til Island, Kypros, Polen, Ungarn, Tsjekkia, Mexico, Sør-Korea og Sør-Afrika, gitt at utsteder hadde tilfredsstillende kredittvurdering.

I St.meld. nr. 24 (2006-2007) viser Finansdepartementet til brev fra Norges Bank datert 11. mars 2005 der det ble argumentert for at det ut fra fondets samlede risiko ikke var behov for at departementet regulerer i detalj hvilke land fondet kan investeres i. I brev datert 1. september 2006 tilrår Norges Bank at en primært går over til en ordning uten en eksplisitt liste over tillatte markeder og valutaer, men at det blir opp til banken å utarbeide interne retningslinjer for hvilke markeder fondet kan plasseres i utenfor referanseporteføljen. Etter en samlet vurdering konkluderte Finansdepartementet med at det ville være hensiktsmessig å ta ut listen over godkjente marke-

der og valutaer fra forskriftens § 4. Denne endringen ble formelt gjennomført sommeren 2007. I meldingen skriver departementet følgende:

«Finansdepartementet forutsetter at Norges Bank før gjennomføring av investeringer i nye land har gjennomgått en grundig prosess, som i hvert enkelt tilfelle gir banken oversikt over aktuelle problemstillinger knyttet til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko for investeringer i det enkelte marked og valuta. Det forutsettes at dette arbeidet inneholder en vurdering opp mot de krav som følger av forskrift og utfyllende retningslinjer, og at disse vurderingene dokumenteres. Gitt at disse kravene er oppfylt, er det etter departementets vurdering ikke behov for en detaljert regulering av tillatte markeder fra departementets side ut fra hensynet til å styre fondets samlede risiko.»

I brev til Stortinget fra finansministeren datert 3. mai 2007 i forbindelse med behandlingen av Dokument nr. 8:57 (2006-2007) framheves det som naturlig at departementet med jevne mellomrom vurderer hvilke markeder som skal inngå i referanseporteføljen. Videre uttales:

«Jeg vil uansett komme tilbake til Stortinget med en ny vurdering av hvilke aksje- og obligasjonsmarkeder som bør inngå i fondets referanseportefølje. Det er naturlig at de største framvoksende markedene utenfor referanseporteføljen, Kina, India, Malaysia og Russland inngår i en slik vurdering. I lys av at det i St.meld. nr. 24 (2006-2007) legges opp til en utvidelse av antall selskaper i referanseporteføljen for aksjer, og i lys av at det legges til rette for en utvidelse av antall tillatte markeder og valutaer, er det også naturlig at en vurderer hvilke kriterier som skal benyttes ved analysen av hvilke markeder og valutaer som skal inngå i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland.»

I brev til Stortinget fra finansministeren datert 4. juni 2007 framgår følgende:

«Jeg tar sikte på å legge fram en ny vurdering av hvilke markeder som bør inngå i fondets referanseportefølje i forbindelse med den neste årlige stortingsmeldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond, som vil bli lagt fram våren 2008. Det vil være naturlig at departementet i denne gjennomgangen presenterer praksis i andre store fond og gir en ny vurdering av den metoden som til nå har vært fulgt for valg av markeder og valutaer i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland.»

I dette brevet understrekes det også at Finansdepartementet som tidligere vil be Norges Bank og Strategirådet om faglige innspill til arbeidet med å vurdere nye framvoksende aksjemarkeder i fondets referanseportefølje.

3.6.2 Definisjon av framvoksende aksjemarked

Betegnelsen framvoksende aksjemarked peker mot et marked som er i en overgangsfase ved at det vokser i størrelse, aktivitet eller er i ferd med å bli mer sofistikert. Det er vanlig å definere et marked som framvoksende dersom ett av to generelle kriterier er oppfylt:

- markedet er lokalisert til et land med lav eller middels lav inntekt som definert av Verdensbanken, eller
- den investerbare delen av markedet er lavt relativt til landets bruttonasjonalinntekt.

Basert på data fra 2005 kategoriserte Standard & Poor's land med bruttonasjonalinntekt per innbygger lavere enn 10 726 USD i gruppen for lav og middels inntekt, mens land med inntekt høyere enn dette ble definert som høyinntektsland.

Den investerbare delen av framvoksende aksjemarkeder er forholdsvis lav relativt til landets nasjonalinntekt. I beregningen av investerbarhet reduseres markedsverdien med aksjer som ikke er tilgjengelig for utenlandske investorer. Ikke-investerbare aksjer dekker bl.a. den delen av selskapenes aksjekapital som eies av (lokale) investorgrupper og som ikke er til salgs, og de aksjene som ikke er tilgjengelig for utenlandske investorer som følge av ulike typer investeringsbegrensninger.

Aksjemarkeder der det er innført investeringsbegrensninger som maksimal ramme for utenlandsk eierskap og kapitalkontroller, eller det eksisterer utstrakt statlig eierskap og er innført andre lovbestemte beskrankninger på aktiviteten i markedet (særlig i forhold til utenlandske investorer), blir ofte kategorisert som framvoksende markeder. Det er vanlig å argumentere med at omfattende begrensninger på utenlandsk eierskap ikke bør være framtreddende i utviklede aksjemarkeder og at eksistensen av slike rammer er en indikasjon på at markedet ennå ikke er utviklet.

Det er en rekke kvalitative trekk som også skiller framvoksende fra utviklede aksjemarkeder. Dette gjelder bl.a. operasjonell effektivitet, oppgjørs- og avregningssystemer, kvalitet i markeds-

regulering, tilsyn og håndheving, eierstyring, minoritetsaksjonærers rettigheter, gjennomsiktighet og åpenhet, regnskapsstandarder mv.

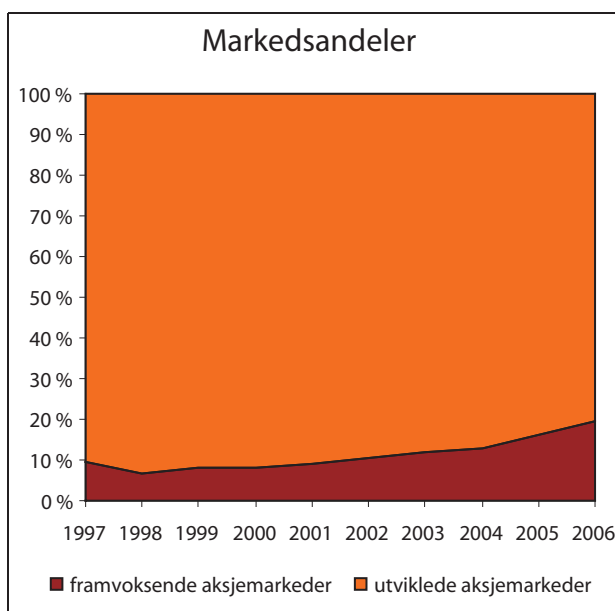
3.6.3 Markedenes størrelse og likviditet

Ved utgangen av 2006 utgjorde verdien av samtlige framvoksende aksjemarkeder om lag 19 pst. av samlet markedsverdi i framvoksende og utviklede aksjemarkeder.¹⁴ I beregningene inngår det enkelte marked med sin fulle markedsverdi. For de fleste aksjemarkeder er det forskjell mellom den investerbar delen av markedet, dvs. den delen av markedet som er tilgjengelig for utenlandske investorer, og total markeds kapitalisering. Denne forskjellen er typisk betydelig større for framvoksende enn for utviklede markeder.

Forskjellen mellom den investerbar delen og total markeds kapitalisering omtales nærmere nedenfor. Den totale markedsverdien gir en indikasjon på det potensielle markedet for utlendinger i fravær av investeringsrestriksjoner mv.

Figur 3.7 viser utviklingen over tid i fordelingen av markedsverdier på utviklede og framvoksende aksjemarkeder. I 1997 utgjorde de framvoksende markedene i underkant av 10 pst. av samlet markeds kapital. Andelen ble noe redusert i 1998, men har etter det økt stabilt.

Den totale verdien av alle verdens aksjemarkeder har økt med nesten 10 pst. årlig i perioden fra



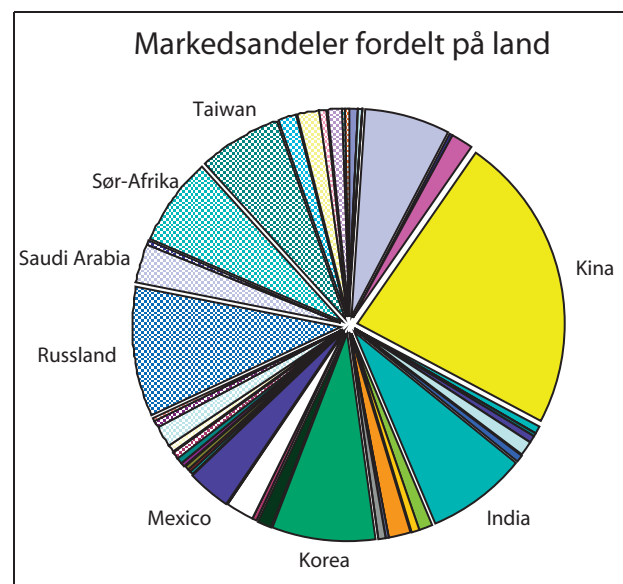
Figur 3.7 Markedsandeler – framvoksende og utviklede aksjemarkeder

Kilde: Standard & Poor's

¹⁴ Standard & Poor's *Global Stock Markets Factbook 2007*.

1997 til 2006. Tilsvarende er veksten i utviklede markeder beregnet til om lag 8,5 pst, mens verdien av framvoksende markeder økte med omlag 19 pst. pr. år.¹⁵ Det har vært betydelig større svingninger i veksten i markeds kapital for framvoksende enn for utviklede markeder, noe som i stor grad reflekterer høyere volatilitet i avkastningen på investeringer i framvoksende enn i utviklede markeder.

En betydelig del av samlet markeds kapital i de framvoksende markedene kan tilskrives relativt få land, jf. figur 3.8. Brasil, Taiwan, Korea, Mexico og Sør-Afrika inngår i eksisterende referanseportefølje. Kina, India og Russland representerer de største gjenværende markedene. Markedet i Saudi Arabia er tilsynelatende betydelig i størrelse, men dette markedet vurderes som ikke investerbart. Markedsverdien av de 5 største landene er i underkant av 56 pst. av markedsverdien for samtlige av de framvoksende markedene, mens de 10 største står for om lag 78 pst. av total markeds kapital. De 5 landene som allerede inngår i referanseporteføljen dekker 31 pst. av samlet kapital i framvoksende aksjemarkeder. Den praktiske implikasjonen av det er at investeringer i 8 framvoksende markeder er tilstrekkelig til å skaffe tilnærmet full eksponering mot gruppen av framvoksende markeder.



Figur 3.8 Markedsandeler etter land ved utgangen av 2006

Kilde: Standard & Poor's

¹⁵ Beregnet som geometrisk gjennomsnitt. Mye av veksten skyldes økte verdier på eksisterende selskaper. Noe av veksten kan også tilskrives økning i antall børsnoterte selskaper.

Framvoksende aksjemarkeder står for om lag 12 pst. av samlet omsetning i verdens aksjemarkeder.¹⁶ Dette er mindre enn andelen av samlet markeds kapital, og kan være en indikasjon på at en relativt større del av aksjene i framvoksende markeder har en langsiktig binding mot et bestemt sett investorer enn det som er tilfellet i utviklede markeder.

Den samlede omsetningen i verdens aksjemarkeder økte med 15,3 pst. årlig i perioden fra 1998 til 2006. Omsetningsveksten i de utviklede markedene var på knapt 15,7 pst., mot 12,9 pst. i framvoksende markeder. Det har vært noe større variasjon i årlig omsetningsvekst i framvoksende enn i utviklede markeder. Denne forskjellen er likevel vesentlig mindre enn det som er tilfelle for veksten i samlet markedsverdi.

Det meste av omsetningen i verdens aksjemarkeder finner sted i et begrenset antall markeder, jf. figur 3.9. Fordelingen påvirkes av at andelen for Saudi-Arabia er kraftig inflatert (se omtale av fri flyt justert omsetning nedenfor).

De fem landene med størst omsetning står for nærmere 72 pst. av samlet omsetning, mens de 10 største representerer 89 pst. av omsetningen i samtlige framvoksende markeder. Konsentrasjonen i omsetning er sterkere enn for markeds kapitalisering. De fem framvoksende markedene som inngår i gjeldende referanseportefølje har en sam-

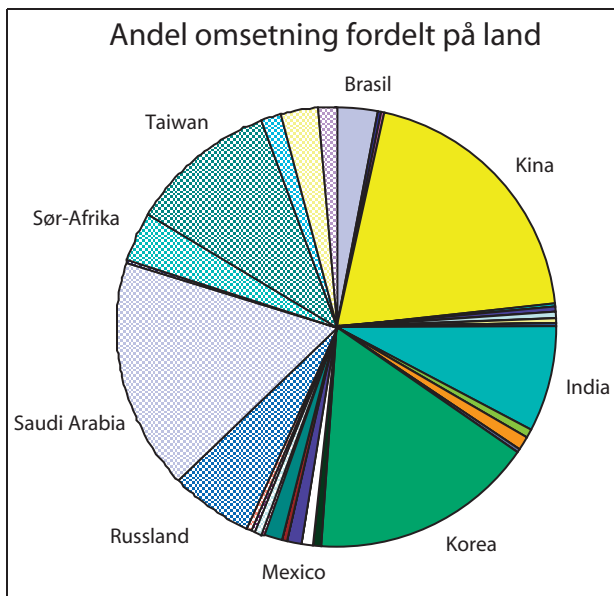
let omsetning som utgjør 35 pst. av all omsetning i framvoksende markeder.

Omløpshastigheten er et mål på likviditeten i et marked og defineres som forholdet mellom omsetningen i ett år og gjennomsnittlig markeds kapitalisering i det samme året. Omløpshastigheten gir uttrykk for hvor mange ganger samlet markedsverdi omsettes i løpet av et år. Omløpshastigheten er høy i flere av de framvoksende markedene, men bildet endrer seg noe etter justering for fri flyt. I gjennomsnitt er omløpshastigheten i framvoksende markeder (94 pst. i 2006) betydelig lavere enn i utviklede markeder (149 pst.).

Antall børsnoterte aksjeselskaper i verden har økt med nesten 10 000 i perioden fra utgangen av 1997 til utgangen av 2006, jf. figur 3.10. Økningen er noenlunde likt fordelt på selskaper i framvoksende og utviklede markeder.

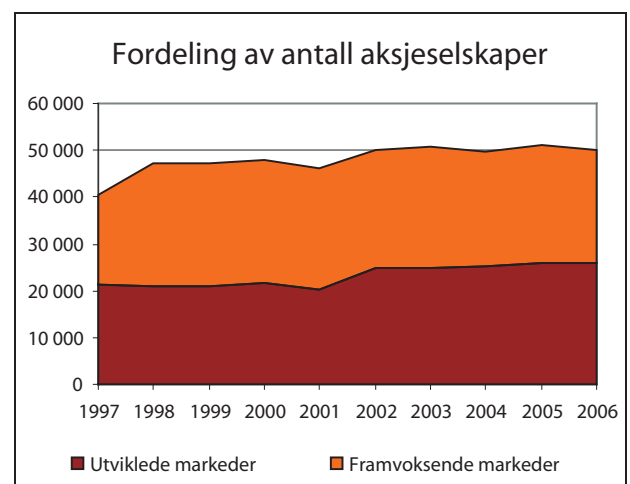
Det er et betydelig antall børsnoterte selskaper i bl.a. India, Korea, Kina og Taiwan, også sett i forhold til antall børsnoterte selskaper i utviklede markeder. Den gjennomsnittlige selskapsstørrelsen er vesentlig større i utviklede markeder (1 685 mill. USD i 2006) enn i framvoksende markeder (431 mill. USD).

I utviklede markeder er den gjennomsnittlige omsetningen pr. selskap i 2006 anslått til 2 305 mill. USD, mens den i framvoksende markeder utgjorde 333 mill. USD. Dette reflekterer at det er relativt sett mindre samlet omsetning og at det er relativt sett flere selskaper i framvoksende enn i utviklede markeder.



Figur 3.9 Andel av omsetning fordelt på land ved utgangen av 2006.

Kilde: Standard & Poor's



Figur 3.10 Antall børsnoterte aksjeselskaper i verden fordelt på utviklede og framvoksende markeder

Kilde: Standard & Poor's

¹⁶ Tallene er ikke justert for fri flyt. Investierbar del av omsetningen kommenteres nedenfor.

3.6.4 Åpenhet for utlendinger

Standard & Poor's opererer med tre sett av indekser for framvoksende markeder, IFCG, IFCI og IFC Frontier. Den første indeksen (IFCG) er investerbar for lokale investorer, mens den andre indeksen er investerbar for utenlandske investorer (IFCI). Den tredje indeksen (IFC Frontier) viser status i land der aksjemarkedene er markant dårligere utviklet enn i øvrige framvoksende markeder.

I Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook fra 2007 opereres det med 86 framvoksende aksjemarkeder. Den vesentligste forskjellen mellom IFCG- og IFCI-indeksene er at sistnevnte er korrigert for fri flyt og restriksjoner på utlendingers adgang til å eie aksjer i det lokale markedet. Mens det inngår 35 markeder i IFCG-indeksen, er det 22 markeder i IFCI-indeksen.¹⁷ Markedene som inngår i IFCG-indeksen dekker om lag 88 pst. av samlet markedsverdi i samtlige 86 framvoksende markeder (målt ved utgangen 2006), mens IFCI-landene utgjør 58 pst. av samlet markedsverdi. Det innebærer at 42 pst. av total markedsverdi i framvoksende markeder ikke vurderes som investerbar for utenlandske investorer. De største markedene som inngår i IFCI-indeksen er Brasil, Mexico, Kina, India, Korea, Malaysia, Taiwan, Russland og Sør-Afrika. Samlet sett står disse landene for 84 pst. av markedsverdien for landene som inngår i IFCI-indeksen. IFCG-selskapene står for om lag 78 pst. av den totale omsetningen. Tilsvarende for IFCI-selskapene er 43 pst. Omsetningen i Brasil, Mexico, Kina, India, Korea, Taiwan, Russland og Sør-Afrika utgjør til sammen 86 pst. av samlet omsetning i IFCI-selskapene.

Når det korrigeres for fri flyt reduseres antall selskaper i framvoksende markeder som er tilgjengelig for utenlandske investorer betydelig. En rekke små selskaper trekkes ut og gjennomsnittlig selskapsstørrelse øker. Det er betydelig mindre forskjell mellom gjennomsnittlig størrelse på selskapene i de to segmentene etter fri flyt korreksjonene. Det innebærer at antall små selskaper som inngår i fondets referanseportefølje etter en eventuell utvidelse med ytterligere framvoksende markeder ikke vil øke betydelig i forhold til dagens situasjon.

¹⁷ Dette er Argentina, Brasil, Chile, Mexico, Peru, Kina, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Filippinene, Taiwan, Thailand, Tsjekia, Ungarn, Polen, Russland, Tyrkia, Egypt, Israel, Marokko og Sør-Afrika.

3.6.5 FTSE-indeksene

FTSE-gruppen er en av verdens største indeksprodusenter og eies av The Financial Times og London Stock Exchange. Aksjeindeksene til FTSE er basis for aksjedelen av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland. For at aksjemarkedet i et land skal bli inkludert i GEIS-indeksene til FTSE, må landet eller markedet tilfredsstillende et sett kriterier¹⁸:

- Det må være åpent for direkte aksjainvesteringer fra utenlandske investorer.
- Data (aksjepriser, antall aksjer mv.) må være tilgjengelig innenfor rimelige tidsfrister.
- Investorene kan ikke være underlagt betydelige valutarestriksjoner som vanskeliggjør uttrekk av kapital etter aksjesalg eller mottak av utbytte.
- Det må være stor interesse blant internasjonale investorer for å investere i markedet.
- Markedet må ha tilfredsstillende likviditet.

Det er stor grad av samsvar mellom disse kriteriene og de kriteriene som Finansdepartementet tidligere har lagt til grunn i sine vurderinger av framvoksende aksjemarkeder.

FTSE deler inn de ulike markedene i utviklede, avanserte framvoksende og sekundære framvoksende markeder. Til klassifiseringen utnyttes et sett primærfaktorer og et sett sekundære faktorer. Det er en forutsetning at aksjene er børsnotert eller for øvrig handles på en annen organisert markeds plass. I tillegg vurderes også økonomisk stabilitet, sosial og politisk stabilitet og praksis innenfor eierstyring («corporate governance»).

Primærfaktorene fokuserer på datakvalitet (tilgjengelighet og tidsriktighet), fri flyt av valuta, nasjonalinntekt per innbygger, markedets bredde (antall aksjeselskaper), markedets dybde (antall sektorer), kvalitet i prising av verdipapirene, aksjemarkedets størrelse relativt til landets nasjonalprodukt og restriksjoner på utenlandsk eierskap. Sekundærfaktorene dekker effektiviteten i oppgjørssystemene, markedenes likviditet og modenhet, medlemskap i internasjonale sammenslutninger på det økonomiske området eller valutablokker og samlet markeds kapitalisering.

FTSE deler verden inn i 7 regioner. For hver enkelt av disse regionene summeres (den fulle) markedsverdien over samtlige kvalifiserte selskaper. Selskaper som faller inn under de 2 pst. av selskaper som har lavest markeds kapitalisering

¹⁸ GEIS: Global Equity Index Series.

Tabell 3.11 FTSE's klassifisering av markeder

Utviklede markeder	Australia, Østerrike, Belgia /Luxembourg, Canada, Danmark, Finland, Frankrike, Tyskland, Hellas, Hong Kong, Irland, Israel (fra juni 2008), Italia, Japan, Nederland, New Zealand, Norge, Portugal, Singapore, Spania, Sverige, Sveits, UK, USA
Avanserte framvoksende	Brasil, Ungarn (fra juni 2008), Mexico, Polen (fra juni 2008), Sør-Afrika, Sør-Korea, Taiwan
Sekundære framvoksende	Argentina, Chile, Kina, Colombia, Tsjekkia, Egypt, India, Indonesia, Malaysia, Marokko, Pakistan, Peru, Filippinene, Russland, Thailand, Tyrkia

Kilde: FTSE

innenfor hver region, tas ut. Deretter går resterende selskaper gjennom tre ulike utsilingsmekanismer: markedsverdi, likviditet og fri flyt. Blant fri flyt-restriksjoner det justeres for, er kryssierskap, langsiktig eierskap knyttet til grundere og deres familier, statlig eierskap, visse typer av ansattes eierskap, restriksjoner på utenlandske investorer eierskap og tradisjonelle porteføljinvesteringer som bindes opp tidsmessig gjennom avtaler eller klausuler.

Generelt vurderes markeder i forhold til størrelsen på internasjonale investorers porteføljer. Dette begrunnes med at markedet må forsvare kostnaden knyttet til å inkludere markedet i referanseporteføljen. For å gjøre det mulig for investorer å forutse endringer i indeksene, publiserer FTSE en overvåkingsliste som inneholder land der status er under vurdering. FTSE søker å begrense indeksendringer for å holde kostnadene knyttet til indekstilpasninger lav. Nye land fases inn over tid. «Oppgraderinger» vil kun finne sted når et bestemt marked har tilfredsstillende nødvendige kriterier over en gitt periode. Internasjonale investorer må kunne investere i og selge seg ut av selskaper rimelig raskt og med tilfredsstillende sikkerhet. Kvaliteten på markedet er en viktig faktor i klassifiseringen av de ulike landene.

I FTSE GEIS-indeksen inngår 48 land. Aksjemarkedene i 25 av disse landene er klassifisert som utviklet, mens 7 av landene er karakterisert som avansert framvoksende. De øvrige 16 landene er karakterisert som sekundære framvoksende markeder. Markedet i Israel vil formelt bli inkludert blant de utviklede markedene i juni 2008. På samme tid oppgraderes markedene i Ungarn og Polen til avanserte framvoksende markeder.

Tabell 3.11 viser klassifiseringen etter de ovennevnte endringer. Overvåkingslisten inneholder nå markedene i Kina, Hellas, Pakistan Sør-Korea og Taiwan. De to sistnevnte er under vurdering for oppgradering til utviklede markeder. Kina

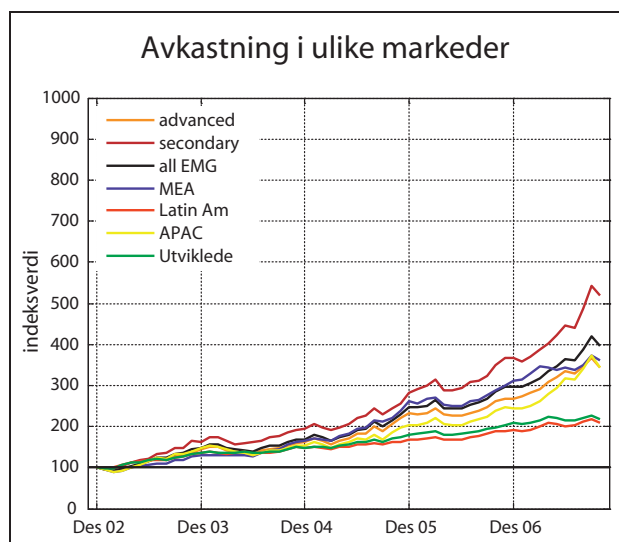
«A» aksjer er under vurdering som sekundært framvoksende marked, mens det greske markedet er under vurdering for overføring fra utviklet til avansert framvoksende marked. Pakistan er under observasjon for eventuell fjerning fra indeksenuniverset. Sør-Korea, Taiwan og kinesiske «A» aksjer sto for øvrig på overvåkingslisten også i 2004. Eventuelle endringer vil bli varslet seks måneder før ikrafttredelse. Overvåkingslisten vil bli gjennomgått på nytt i september 2008.

Tabell 3.12 Gjennomsnittlig årlig avkastning for ulike markedsindekser. Prosent

Årlig avkastning (målt i USD)	Hele	
	perioden	Siste 1 år
Advanced EMG	34,3	49,9
Secondary EMG	40,1	61,4
EMG All Cap	36,3	54,6
EMG EUR	40,7	36,7
MEA All Cap	34,3	42,9
Latin Am All Cap	47,4	60,0
APAC All Cap	33,2	59,0
FTSE Global All Cap	20,4	23,3
FTSE Developed	19,2	20,0

Årlig avkastning (målt i lokal valuta)	Hele	
	perioden	Siste 1 år
Advanced EMG	26,7	28,4
Secondary EMG	35,4	41,8
EMG All Cap	29,6	34,0
EMG EUR		
MEA All Cap	26,9	24,1
Latin Am All Cap	14,9	11,0
APAC All Cap	27,5	38,8
FTSE Developed	15,4	9,0

Kilde: FTSE og Finansdepartementet



Figur 3.11 Indeksutvikling for avkastning av ulike markedsindekser

Kilde: FTSE og Finansdepartementet

Referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland dekker i dag 95 pst. av samlet markedsverdi i utviklede, avanserte og sekundære framvoksende markeder i FTSE-indeksen. Ved å inkludere Ungarn og Polen, som reklassifiseres til avanserte markeder fra sommeren 2008, øker deknningen til 95,4 pst. Dersom en i tillegg inkluderer markedene i Kina, India og Russland, øker deknningen til 98,7 pst. av FTSE-indeksen.

Pensjonsfondets markedsverdi ved utgangen av 2007 var på om lag 2 000 mrd. kroner. Det er tidligere vedtatt at aksjeandelen skal økes til 60 pst., noe som innebærer at aksjeporteføljens verdi ved fullført tilpasning vil utgjøre om lag 1 200 mrd. kroner. Dersom referanseporteføljen endres til å omfatte samtlige land i FTSE-universet, vil 5,1 pst. av 1 200 mrd. kroner bli investert i de nye landene. Dette tilsvarer 62 mrd. kroner. Begrenses endringen i referanseporteføljen til å inkludere fem nye framvoksende markeder (Ungarn, Polen, India, Kina og Russland, samt Israel), reduseres fondets investeringer i nye land til 48 mrd. kroner. Investeringer i kun Ungarn og Polen (og Israel) utgjør 9 mrd. kroner, basert på dagens beholdninger i fondet.

Fondets gjeldende referanseportefølje dekker 95 pst. av det samlede investeringsuniverset, slik det er definert av FTSE. En utvidelse med 5 nye framvoksende markeder gir en dekning på 98,7 pst. Full dekning innebærer investeringer i ytterligere 12 markeder. Den gjennomsnittlige investeringen i denne gruppen på 12 ekstra markeder kan anslås til i underkant av 1,2 mrd. kroner. Den

Tabell 3.13 Gjennomsnittlig årlig standardavvik til avkastning for ulike markedsindekser. Prosent

Standardavvik av årlig avkastning (målt i USD)	Hele perioden	Siste 1 år
Advanced EMG	17,1	13,0
Secondary EMG	17,4	17,2
EMG All Cap	16,7	14,4
EMG EUR	24,0	16,6
MEA All Cap	19,2	15,0
Latin Am All Cap	20,8	17,4
APAC All Cap	17,7	16,0
FTSE Global All Cap	9,4	7,7
FTSE Developed	9,1	7,5

Standardavvik av årlig avkastning (målt i lokal valuta)	Hele perioden	Siste 1 år
Advanced EMG	14,6	12,6
Secondary EMG	15,5	17,0
EMG All Cap	14,3	13,8
EMG EUR	.	.
MEA All Cap	13,2	10,8
Latin Am All Cap	8,9	10,1
APAC All Cap	16,3	17,7
FTSE Developed	8,8	9,2

Kilde: FTSE og Finansdepartementet

minste investeringen vil være i Marokko (0,2 mrd. kroner) og den største i Tyrkia (3,2 mrd. kroner). For seks av landene vil investeringene være mindre enn 1 mrd. kroner.

3.6.6 Avkastning og risiko

Tabell 3.12 viser gjennomsnittlig årlig avkastning for hele perioden (siste 5 år) og for siste år. Det har vært markant høyere avkastning i de framvoksende markeder enn i utviklede. Det har også vært betydelig høyere avkastning målt i USD enn i lokal valuta, noe som indikerer at USD har svekket seg relativt til de lokale valutaene i perioden.¹⁹

Figur 3.11 viser indeksutviklingen for ulike markedsaggregater. De siste fem årene har akkumulert avkastning vært betydelig høyere i framvoksende markeder enn i utviklede markeder. Videre har utviklingen i sekundære framvoksende

¹⁹ For en USD-basert investor vil en utenlandsinvestering øke i verdi (regnet i USD) når dollaren svekker seg. Hver lokal valuta enhet blir verdt flere USD-enheter.

Tabell 3.14 Alternative utvidelser av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland

Portefølje 1	Gjeldende aksjereferanse
Portefølje 2	Gjeldende + Ungarn / Polen
Portefølje 3	Gjeldende + Kina / India / Russland
Portefølje 4	Gjeldende + Ungarn / Polen / Kina / India / Russland
Portefølje 5	Samtlige utviklede og avanserte og sekundære framvoksende

Kilde: Finansdepartementet

markeder vært mer positiv enn i avanserte framvoksende.

Tabell 3.13 viser det årlige standardavviket til avkastningen beregnet ut fra månedlige avkastningsrater. Standardavviket til avkastningen er et mål på realisert risiko eller normale variasjoner i avkastningen over tid. De siste fem årene er preget av lav volatilitet i aksjemarkedene. Normalt ligger volatiliteten i utviklede aksjemarkeder på om lag 17 pst. årlig, mens den i siste femårsperiode er beregnet til mindre enn 10 pst. Det går fram av tabellen at volatiliteten i framvoksende markeder har vært betydelig høyere enn dette nivået, og er beregnet til 14-17 pst. for de globale aggregatene. Fra tabellen framgår at volatiliteten målt i lokal valuta (for de fleste indeksaggregatene) er lavere enn når den måles i USD. Forskjellen i volatilitet er særlig markert for det latinamerikanske aggregatet, men kun marginal for FTSE utviklede markeder.

Effekten av å inkludere ytterligere framvoksende aksjemarkeder på fondets aksjereferanseportefølje illustreres nedenfor. Det er gjennomført beregninger for fire alternative utvidelser av referanseporteføljen, jf. tabell 3.14.

Tabell 3.15 viser gjennomsnittlig årlig avkastning og standardavvik for de fem porteføljene som er vist i tabell 3.14. Forskjellen i historisk avkastning mellom portefølje 1 og 5 er på om lag ett prosentpoeng. Det er imidlertid stor statistisk usikkerhet knyttet til anslaget for gjennomsnittlig historisk avkastning. Det er mindre usikkerhet knyttet til an-

slagene for standardavvik mv., og de historiske anslagene er derfor bedre egnet som et grunnlag for å vurdere framtidig volatilitet enn det historisk avkastning er for å vurdere framtidig avkastning.

Dersom samtlige framvoksende markeder i aggregatene FTSE Advanced Emerging og Secondary Emerging inkluderes i fondets aksjereferanseportefølje, vil standardavviket øke med 0,2 prosentpoeng til 9,5 pst. Fra tabellen går det fram at forskjellen i risiko mellom porteføljene 3, 4 og 5 er tilnærmet lik null. Forskjellene i standardavvik mellom de ulike porteføljene må generelt sett betegnes som svært små, og er ikke statistisk signifikant forskjellig fra hverandre.

En nærmere analyse av avkastning og risiko ved framvoksende markeder er presentert i et eget dokumentasjonsnotat (se www.regjeringen.no/spf).

3.6.7 Landrisiko

I tillegg til markedsrisiko er det er nødvendig å evaluere landrisiko mer generelt når en skal vurdere nye framvoksende markeder. Det er vanlig å inndele landrisiko i politisk risiko, økonomisk risiko og finansiell risiko. Disse risikofaktorene sier noe om et land evne og vilje til å holde sine finansielle forpliktelser overfor utenlandske investorer.

Flere selskaper og institusjoner har spesialisert seg på analyse av landrisiko, herunder Political Risk Services (PRS) som utgir *International*

Tabell 3.15 Årlig avkastning og risiko ved alternative utvidelser av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland. Lokal valuta. Prosent

	Portefølje 1	Portefølje 2	Portefølje 3	Portefølje 4	Portefølje 5
Gjennomsnittlig avkastning	19,95	20,08	20,80	20,88	20,92
Standardavvik	9,32	9,37	9,48	9,51	9,53
T-verdi gjennomsnitt	16,30	16,32	16,72	16,72	16,72
Forenklet S-brøk.	2,14	2,14	2,19	2,20	2,20
Maks mnd. avk	8,77	8,78	8,79	8,80	8,74
Min mnd. avk	-3,77	-3,82	-3,93	-3,96	-4,10

Kilde: FTSE og Finansdepartementet

Tabell 3.16 Landrisiko

ICRG landrisiko	Politisk	Økonomisk	Finansiell	Sammensatt
<i>24 utviklede + Israel</i>	VL	VL	L	VL
Minimum	M	L	M	L
<i>Dagens 5 framvoksende</i>	L	VL	VL	L
Minimum	M	L	L	L
<i>Polen + Ungarn</i>	L	L	L	L
Polen	L	L	L	L
Ungarn	L	M	M	L
<i>Kina + India + Russland</i>	M	VL	VL	L
Kina	M	VL	VL	L
India	M	L	VL	L
Russland	M	VL	VL	L
<i>Øvrige sekundære framvoks.</i>	M	L	L	L
Argentina	L	VL	L	L
Chile	VL	VL	VL	VL
Colombia	H	L	L	M
Tsjekkia	VL	L	L	L
Egypt	M	M	VL	M
Indonesia	M	L	VL	M
Malaysia	L	VL	VL	VL
Marokko	L	M	VL	L
Pakistan	VH	M	L	H
Peru	M	VL	VL	L
Filippinene	M	L	L	M
Thailand	H	L	VL	M
Tyrkia	M	L	M	M

Tall fra juli 2007. «VL» betyr veldig lav risiko; «L» betyr lav risiko; «M» betyr moderat risiko; «H» betyr høy risiko, «VH» betyr veldig høy risiko.

Kilde: Political Risk Services, International Country Risk Guide

Country Risk Guide (ICRG).²⁰ Indeksen dekker politisk, finansiell og økonomisk risiko, og en aggregert («composite») risiko.

Tabell 3.16 oppsummerer ICRGs politiske, økonomiske, finansielle og sammensatte landrisikoindeks for 25 utviklede aksjemarkeder i indeksserien «FTSE Developed Markets» (Israel er inkludert, siden landet inkluderes i «FTSE developed markets» fra juni 2008), og for de fem framvoksende markedene som er inkludert i dagens strategiske referanseportefølje for aksjeinvesteringer. Disse sammenliknes med indeksene for Polen og Ungarn (som inkluderes i «FTSE advanced emerging» i juni 2008), indeksene for Kina, India og Russland («FTSE secondary emerging»),

og indeksene for de øvrige (og mindre) sekundære framvoksende markedene. Tallene er fra juli 2007.²¹

De 24 utviklede markedene i aksjereferansen, samt Israel, har i gjennomsnitt veldig lav politisk risiko. Videre har disse landene i gjennomsnitt veldig lav økonomisk risiko, mens den finansielle risikoen i gjennomsnitt er lav. Den sammensatte risikoindeksen indikerer veldig lav risiko (høyeste risiko er fortsatt lav, i Israel).

²⁰ For nærmere beskrivelse, se Coplin, W.D. og M.K. O'Leary, 1994, «The Handbook of Country and Political Risk Analysis», Political Risk Services.

²¹ Den politisk risikoindeksen følger en skala fra 0 til 100 (0-49,9: Veldig høy risiko; 50,0-59,9: Høy risiko; 60,0-69,9: Moderat risiko; 70,0-79,9: Lav risiko; 80,0-100: Veldig lav risiko). De økonomiske og finansielle risikoindeksene har skala fra 0 til 50 (0-24,9: Veldig høy risiko; 25,0-29,9: Høy risiko; 30,0-34,9: Moderat risiko; 35,0-39,9: Lav risiko; 40,0-50,0: Veldig lav risiko). Skalaen for den sammensatte risikoindeksen går fra 0 til 100 (0-49,9: Veldig høy risiko; 50,0-59,9: Høy risiko; 60,0-69,9: Moderat risiko; 70,0-79,9: Lav risiko; 80,0-100: Veldig lav risiko).

I de fem framvoksende markedene som allerede er inkludert i aksjereferansen er politisk risiko i gjennomsnitt lav (høyeste risikokategori er moderat). Økonomisk risiko er på tilsvarende lave nivå som i de utviklede markedene, mens finansiell risiko er på et lavere nivå enn i de utviklede markedene. Videre er sammensatt risiko lav.

Polen og Ungarn har begge lav risiko i alle fire risikokategorier med unntak av at Ungarn har moderat økonomisk og finansiell risiko. Det følger at landrisikoen i fondet kun vil øke marginalt ved å inkludere Polen og Ungarn i referanseporteføljen.

Kina, India og Russland er de tre største landene blant de sekundære framvoksende markedene. Politisk risiko i disse tre landene er høyere enn i de landene som er omtalt over (moderat risiko). Til gjengjeld er økonomisk og finansiell risiko veldig lav (unntaket er India, der risikoen er lav). Sammensatt risiko er dermed lav og på linje med de fem framvoksende markedene som allerede inngår i aksjereferansen.

De øvrige tolv sekundære framvoksende markedene har i gjennomsnitt moderat politisk risiko (fra veldig lav i Tsjekkia og Chile, til veldig høy i Pakistan) og i gjennomsnitt lav økonomisk og finansiell risiko (fra veldig lav risiko i flere land, til moderat risiko i Egypt, Marokko, Pakistan og Tyrkia). Sammensatt risiko er i gjennomsnitt lav, men litt høyere enn for de andre blokkene av land som er omtalt, og spenner fra veldig lav (Chile og Malaysia) til moderat (Colombia, Egypt, Indonesia, Filippinene, Thailand og Tyrkia), til høy (Pakistan). Dette indikerer at landrisikoen vil øke noe dersom disse landene inkluderes i referanseporteføljen.

Det understrekes at det er knyttet stor usikkerhet til vurderinger av framtidig landrisiko. Dessuten vil ulike analysemetoder og landrisikoindekser gi ulike resultater.

3.6.8 Økonomisk vekst og forventet avkastning

Det er gjennomført en rekke empiriske studier av sammenhengen mellom økonomisk vekst og realisert avkastning i aksjemarkedet. Denne problemstillingen er spesielt relevant for aksjeinvestorer i framvoksende markeder der den økonomiske veksten kan være svært sterk. Disse studiene viser imidlertid en *negativ* sammenheng mellom langsiktig økonomisk realvekst per innbygger og realisert realavkastning på aksjeinvesteringer. Korrelasjonen er i gjennomsnitt -0,27

for 16 land over perioden 1900 – 2002 ifølge Dimson, Marsh og Staunton (2002),²² og -0,37 ifølge Ritter (2005).²³

Funnene av negativ samvariasjon kan ha flere forklaringer. Ritter (2005) viser bl.a. til Siegel (1998)²⁴, som argumenterer for at forventet høy økonomisk vekst har vært reflektert i prisingen av aksjemarkedene gjennom perioden i form av relativt høy P/E (Price/Earnings), noe som igjen har medført relativt lav realisert avkastning. En annen forklaring som har vært trukket fram er at svak selskapsstyring («corporate governance») fører til feil utnyttelse av kapital («imperie-bygging») og for lavt utbytte til investorer (LaPorta, 2000)²⁵. En tredje forklaring som det er vist til er at sterk økonomisk vekst, som kan knyttes til høy sparerate og rikelig tilgang på arbeidskraft, ikke nødvendigvis kommer eksisterende aksjeinvestorer til gode som følge av konkurranse og framvekst av nye selskaper, industrier eller sektorer (Ritter, 2005). Videre vil økonomisk vekst som kan tilskrives økt produktivitet og teknologisk framgang, typisk tilfalle forbrukeren i større grad enn kapitaleieren som følge av konkurranse (Siegel, 1999).²⁶

Ritter (2005) hevder at forventet langsiktig avkastning i aksjemarkedene, herunder i framvoksende markeder, avhenger av verdsettingen (utbytte/pris og inntjening per aksje), og ikke av forventet økonomisk vekst.

Klassiske prisingsmodeller som for eksempel kapitalverdimodellen (CAPM) tilsier heller ikke at forventet økonomisk vekst har betydning for forventet meravkastning, ut over risikofri rente, i aksjemarkedene. I CAPM er det systematisk risiko som blir priset i likevekt. Den velkjente Fama og French's tre-faktor modell inkluderer i tillegg til en verdsettingsfaktor (målt som forholdet mellom bokført verdi og markedsverdi) også størrelse som en forklaringsfaktor. Videre finner Bansal og Dahlquist (2002) at CAPM kan ytterligere forbedres ved å inkludere en landrisiko-faktor («selectivity risk»)²⁷. Finanslitteraturen synes derfor på dette området å være under fortsatt utvikling.

²² Dimson, E., P. Marsh og M. Staunton (2002), *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press.

²³ Ritter, J.R. (2005), «Economic Growth and Equity Returns», *Pacific-Basin Finance Journal* 13, pp. 489-503.

²⁴ Siegel, J.J. (1998), *Stocks for the Long Run*, second edition, McGraw Hill.

²⁵ La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer og R.W. Vishny (2000), «Agency Problems and Dividend Policies Around the World», *Journal of Finance* 55, pp. 1-33.

²⁶ Siegel, J.J. (1999), «The Shrinking Equity Premium: Historical Facts and Future Forecasts», *Journal of Portfolio Management* 26, pp. 10-17.

I standard teoretiske modeller for økonomisk vekst (Solow, Ramsey og Diamond), er det lagt til grunn at kapitalavkastningen er en funksjon av økonomisk vekst. Modellene bygger imidlertid på en rekke antakelser og forenklinger, bl.a. at sparegraden er konstant (Solow-modellen). Diamond (1999) argumenterer for at det er en viss sammenheng (men vesentlig svakere enn en-til-en) mellom økonomisk vekst og avkastningen på finansinvesteringer.²⁸

Det kan derfor hevdes at empiriske studier ikke synes å støtte hypotesen om at høy økonomisk vekst fører til høy avkastning i aksjemarkedet. Det eksisterer enkelte teoribaserte modeller som understøtter denne hypotesen, men disse modellene er ikke konsistente med andre teoretiske modeller.

3.6.9 Sammenliknbare fond

De fleste store institusjonelle forvaltere investerer deler av aksjeporteføljen i framvoksende markeder. CEM Benchmarking har utarbeidet en sammenlikningsgruppe for Pensjonsfondet – Utland bestående av 19 av verdens største pensjonsfond. 13 av disse fondene innrapporterte til CEM hvor stor andel som er allokert til framvoksende aksjemarkeder. I gjennomsnitt hadde disse 13 fondene 53 pst. av totalporteføljen investert i noterte aksjer, hvorav 2,9 prosentpoeng var investert i framvoksende markeder. Den høyeste allokeringen til framvoksende aksjemarkeder i sammenlikningsgruppen var på 5 pst. av totalporteføljen.

Noen av verdens største pensjonsfond har nylig vedtatt å øke allokeringen til framvoksende aksjemarkeder. Det største nederlandske pensjonsfondet ABPs strategiske allokering til framvoksende aksjemarkeder utgjør 5 pst. av totalporteføljen og 16 pst. av den noterte aksjeporteføljen. ABP benytter indeksen MSCI Emerging Markets som referanseindeks for investeringer i framvoksende markeder, men har ikke åpnet for direkteinvesteringer i alle landene som inngår i denne indeksen.

Det største amerikanske pensjonsfondet, CalPERS, har nylig vedtatt å la markedskapitalvekter bestemme den noterte aksjeporteføljens landsammensetning. I den nye investeringsstrategien utgjør framvoksende markeder om lag 12 pst. av ak-

sjeporteføljen, mens de tidligere utgjorde 7 pst. CalPERS har tidligere utarbeidet en landliste, men åpner nå for investeringer i alle framvoksende markeder som inngår i FTSE All Emerging Index. CalPERS investerer i framvoksende markeder gjennom eksterne forvaltning. Endringen gjør at de eksterne forvalterne nå kan investere i fem land som tidligere ikke inngikk i landlisten, som Kina, Colombia, Egypt, Pakistan og Russland. Det er satt som krav til de eksterne forvalterne at de skal vurdere flere bestemte forhold knyttet til landene og selskapene i forkant av investeringer i framvoksende markeder.

3.6.10 Norges Banks vurderinger

I brev datert 16. november 2007 ba Finansdepartementet Norges Bank om innspill til en ny vurdering av framvoksende aksjemarkeder i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland. Banken har gitt en slik vurdering i brev til Finansdepartementet datert 5. februar 2008. Brevet følger som vedlegg 1 til denne meldingen.

Anbefalingen fra Norges Bank lyder som følger:

«Norges Bank anbefaler at referanseporteføljen for aksjer i Statens pensjonsfond – Utland utvides til å omfatte alle de land som til enhver tid er klassifisert som enten «Developed», «Advanced Emerging» eller «Secondary Emerging» innenfor FTSE Global All-Cap. De vurderinger som gjøres av FTSE i forhold til å klassifisere markedene, er etter bankens oppfatning robuste og tilstrekkelige til at landene kan inngå i referanseporteføljen til fondet. Ved å basere seg på etablerte årlige evalueringprosesser hos indekssleverandør oppnås en forenkling og forbedring ift. overvåking og vedlikehold av godkjente land. Kriteriene som FTSE baserer seg på, er transparente og vurderes av Norges Bank til å være dekkende i forhold til å klassifisere markedenes egnethet for internasjonale investorer. Endringer i indeksen kommuniseres i god tid for å minimere markedspåvirkning.

Samtidig legger Norges Bank til grunn at gjeldende krav til en adekvat godkjenningssprosess for ethvert nytt land videreføres før investering i et nytt marked iverksettes. Foruten en ekstra og selvstendig vurdering av mange viktige kriterier som allerede er behandlet av FTSE, sikrer denne prosessen at NBIM har rutiner, prosesser og systemer som kan håndtere disse aksjeinvesteringene på en tilfredsstillende måte. Norges Bank har hatt særlig fokus på oppgjørs- og avregningssystemer og problemstillinger knyttet til «corporate governance» i

²⁷ Bansal, R. og M. Dahlquist (2002), «Expropriation Risk and Return in Global Equity Markets», Working paper.

²⁸ Diamond, P.A. (1999), «What Stock Market Returns to Expect for the Future? An Issue in Brief», Center for Retirement Research at Boston College, no. 2.

sin vurdering av kriterier for inkludering av fremvoksende markeder i SPUs referanseportefølge for aksjer.

Inkludering av fremvoksende markeder i fondet referanseportefølge vil ikke påvirke fondets avkastnings- og risikoegenskaper i vesentlig grad. Dette følger av relativt lav vekt i referansen samt visse diversifikasjonsgevinster. Det er imidlertid grunn til å anta at fremvoksende markeder over tid vil utgjøre en mer signifikant andel av aksjemarkedsuniverset, og det kan av denne grunn være hensiktsmessig for fondet å få eksponering mot disse markedene i en så tidlig fase som mulig. NBIM vil i den løpende forvaltningen gjøre en rekke avveininger i forhold til å replikere referanseindeksen. I disse avveiningene inngår blant annet transaksjonskostnader, oppgjørsrisiko, legal risiko, makro økonomiske forhold og i hvilken grad avvik fra referanseporteføljen bidrar til utnyttelse av rammen for aktiv risiko.»

Norges Bank peker på at det kan oppstå situasjoner der et land som inngår i FTSE-indeksen ikke passerer den interne godkjenningprosessen i banken, og som det derfor ikke vil bli investert midler i. Norges Bank understreker at slike avvik vil gi opphav til relativ volatilitet og at banken selv vil måtte bære denne risikoen innenfor den øvre grensen som Finansdepartementet har fastsatt for aktiv forvaltning.

Det gis videre uttrykk for at selskapsstyringskriterier («corporate governance») ikke bør være avgjørende for inkludering eller utelukkelse av markeder i investeringsuniverset eller i referanseporteføljen. Ifølge banken, kan selskapsstyring best påvirkes gjennom tilstedeværelse og reelt engasjement, og vil i stor grad gjelde selskapsesifikke forhold. Norges Bank ser ingen store praktiske problemer knyttet til eierskapsutøvelse som følge av en eventuell utvidelse av antall land i referanseporteføljen.

3.6.11 Strategirådets vurderinger

Strategirådet peker i brev til Finansdepartementet av 28. februar 2008 på at FTSE har en veldefinert prosess for inkludering og ekskludering av nye markeder i sine indeksserier. Videre at de markedene som ikke inkluderes i indeksene enten ikke er investerbare for utenlandske investorer, er for små, har dårlig likviditet eller ikke er tilfredsstillende i forhold til mer kvalitative risikofaktorer. Rådet understreker at dersom en legger til grunn FTSE-rammeverket, vil oppgraderinger og nedgraderinger påvirke fondets referanseportefølge umiddel-

bart og at det følgelig ikke vil være behov for at Finansdepartementet på regelmessig basis gjennomfører nye vurderinger av hvilke aksjemarkeder som bør inngå i referanseporteføljen. Videre framhever Strategirådet at FTSE-metodologien også ivaretar kostnadene knyttet til endringer i referanseporteføljen blant annet ved at endringer gjøres relativt sjeldent og annonseres seks måneder i forkant.

I konklusjonen til brevet heter det:

«Strategirådet anbefaler at fondets referanseportefølge for aksjer utvides til å innbefatte land som til enhver tid er klassifisert som enten utviklede, avanserte fremvoksende eller sekundære fremvoksende i referanseindeksen FTSE All Cap. Dette innebærer at referanseporteføljen vil bli justert i tråd med endringer i FTSEs landklassifiseringer over tid. SPUs faktiske investeringer bør, som anbefalt av Norges Bank, være betinget av godkjennelse av det enkelte marked basert på bankens interne godkjenningssprosess for nye markeder.

Rådet har basert sin anbefaling på følgende:

- FTSEs regler for utvelgelse av markeder til bruk i den globale referanseindeksen gir en grundig og transparent metodikk for valg av en referanseportefølge bestående av både utviklede og fremvoksende markeder. Samtidig innebærer denne endringen kontinuitet, siden FTSEs kriterier inneholder minstekrav på områder som også har vært vurdert ved tidligere gjennomganger av fremvoksende markeder i fondets referanseportefølge.
- SPUs investeringsstrategi hviler på prinsippene om at fondet skal være veldiversifisert og investeringshorisonten langsiktig. Dermed oppnås en høyest mulig forventet avkastning innfor moderat risiko på lang sikt. En utvidelse av referanseporteføljen for aksjer til å omfatte alle fremvoksende aksjemarkeder som inngår i referanseindeksen FTSE All Cap er konsistent med de grunnleggende prinsippene bak investeringsstrategien.
- Konsekvensene for SPUs samlede risiko og avkastning forventes å bli små.
- Dersom de fremvoksende aksjemarkedene kommer til å vokse raskere enn de utviklede, vil det være en fordel for SPU å delta i disse markedene på et tidlig tidspunkt.
- Rådet har merket seg at enkelte meget store internasjonale fond nylig har økt sine investeringsandeler i fremvoksende aksjemarkeder. Disse fondene har valgt mer vidtfaavnende referanseporteføljer for

aksjer enn det SPU har, gjennom en større allokering til aksjer i fremvoksende markeder. Denne investeringsstrategien gir støtte til rådets oppfatning om at en utvidelse av SPUs referanseportefølje kan baseres på FTSEs metodikk.»

Brevet fra Strategirådet følger som vedlegg 4 til denne meldingen

3.6.12 Etikkrådets vurderinger

Etikkrådet påpeker i brev datert 7. februar 2008 at en ytterligere utvidelse av referanseporteføljen fører til at rådet både må overvåke og behandle flere selskaper. Brevet følger som vedlegg 5 til denne meldingen. Rådet har fått bekreftet at en av informasjonsleverandørene kan overvåke den nye referanseporteføljen både for å identifisere selskaper som produserer våpen som skal filtreres fra fondet, og for å identifisere selskaper som kan ha annen virksomhet i strid med de etiske retningslinjene.

Rådet viser videre til at erfaringen fra forrige utvidelse av referanseporteføljen er at den generelle informasjonsmengden fra informasjonsleverandøren ikke nødvendigvis øker proporsjonalt med antall selskaper som tas inn i porteføljen. Det understrekes at informasjonstilgangen for mindre selskaper og selskaper i fremvoksende markeder kan være mindre enn informasjonstilgangen for store selskaper i utviklede markeder. Rådet gir uttrykk for at dette vil kunne avhjelpest ved å i større grad benytte konsulenter med regional forankring og flere eksterne utredere i undersøkelser av konkrete saker. Rådet framhever at dette vil kunne bli noe dyrere enn den tradisjonelle overvåkingen. Videre at en ikke har grunnlag for å vurdere om informasjonstilgangen for de nye selskapene med slike tiltak vil bli like god som for selskapene som tidligere var i porteføljen. Avslutningsvis understrekes at bruk av denne type tjenester, samt en generell økning i saker som krever ytterligere utredning, vil medføre økte kostnader for Etikkrådet.

3.6.13 Finansdepartementets vurderinger

Det er mellom 80 og 90 aksjemarkeder i verden som kategoriseres som framvoksende markeder. De fleste av disse vil av ulike grunner ikke kunne inngå i fondets referanseportefølje. Sentrale forhold i den forbindelse er markedenes begrensede størrelse, dårlige likviditet, lite hensiktsmessige oppgjørssystemer, utilfredsstillende lovregulering

og sist men ikke minst begrensninger på utenlandske investorers mulighet til å investere i markedet.

Indeksleverandøren FTSE deler markedene i avanserte og sekundære framvoksende markeder. Begge typene markeder vurderes som investerbare for utenlandske investorer. Andre markeder vurderes ikke som investerbare for utlendinger, og betegnes av flere indeksleverandører som «frontier markets». De 22 framvoksende markedene som inngår i FTSE-universet tilfredsstillende sett kriterier som har mye til felles med de kriteriene departementet har lagt til grunn ved tidligere vurderinger. Fem av markedene inngår allerede i fondets referanseportefølje. Et alternativ er å basere fondets referanseportefølje på de markedene som inngår i indeksserien til FTSE.

Syv markeder er fra juni 2008 kategorisert som avanserte og de øvrige femten som sekundære framvoksende markeder. Et annet alternativ er å inkludere samtlige markeder som inngår i den førstnevnte gruppen, men ingen av markedene i den andre gruppen. Referanseporteføljen ville under dette alternativet blitt utvidet med markedene i Ungarn og Polen.

Et tredje alternativ er å inkludere samtlige avanserte framvoksende markeder, men bare de største av de sekundære markedene (India, Kina og Russland) i tillegg til Ungarn og Polen. Det ville gi en dekning på 98,7 pst. av samlet markedsverdi i FTSE-universet.

Departementets analyser viser at de ulike alternative referanseporteføljene har tilnærmet identiske markedsrisikokarakteristika. Grunnen til det er at fondet allerede dekker om lag 95 pst. av verdens aksjemarkeder, som definert av FTSE.

Videre tyder analysene på at det er liten landrisiko knyttet til investeringer i Polen og Ungarn. Investeringer i Kina, India og Russland er belagt med moderat politisk risiko, men lav sammensatt risiko (politisk, økonomisk og finansiell). Investeringer i de øvrige tolv sekundære framvoksende markedene kan forventes å ha moderat politisk risiko, men lav sammensatt risiko. Sistnevnte gruppe av land viser imidlertid stor spredning, og halvparten forventes å vise moderat sammensatt risiko (hvorav to har høy politisk risiko).

Oppgjørssystemet i framvoksende markeder er generelt sett høyere enn i utviklede. Videre er det juridiske rammeverket mindre betryggende. Departementet deler Norges Banks syn om at kombinasjonen av den løpende evaluering og overvåking som ligger til grunn for indeksleverandørens arbeid på dette området og Norges Banks egne målsetnin-

ger og kontrolltiltak gjør at det ikke er behov for å etablere et sett minimumskrav på dette området.

Norges Bank understreker at det for alle markeder er etablert et lovverk som regulerer finansmarkedet og at det er opprettet tilsynsordninger som sikrer overvåking av markeder og markedsaktører på en slik måte at det anses forsvarlig for banken å investere i disse markedene. Departementet er enig i denne vurderingen.

Finansdepartementet er av den oppfatning at utøvelse av eierskap og etiske hensyn kan ivaretas på en tilfredsstillende måte selv etter en utvidelse av referanseporteføljen til å omfatte samtlige avanserte og sekundære framvoksende markeder.

Sammenlignbare fond allokterer en ikke uvesentlig del av fondenes verdi til framvoksende aksjemarkeder. Flere fond lar indeksleverandørers valg av land være bestemmende for landsammenstillingen av referanseporteføljene.

Norges Bank og Strategirådet anbefaler at referanseporteføljen for aksjer i Statens pensjonsfond – Utland utvides til å omfatte alle de land som til enhver tid er klassifisert som enten «Developed», «Advanced Emerging» eller «Secondary Emerging» innenfor FTSE-universet.

Med bakgrunn i disse vurderingene finner Finansdepartementet det mest hensiktsmessig å inkludere samtlige av de avanserte og sekundære framvoksende aksjemarkedene, slik de til enhver tid er definert av FTSE, i fondets referanseportefølge. Dette gir objektivitet, konsistens og forutberegnlighet og er i tråd med anbefalingene fra både Norges Bank og Strategirådet.

3.7 Eierandelsbegrensningen i Statens pensjonsfond – Utland

3.7.1 Bakgrunn

Finansdepartementet har i forskrift for Statens pensjonsfond – Utland § 6 fastsatt at investeringene ikke kan plasseres slik at fondet oppnår en eierandel på mer enn 5 pst. av de aksjene i ett enkelt selskap som gir stemmerett. Forskriften fastslår videre at det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser.

Eierandelsbegrensningen reflekterer departementets ønske om å tydeliggjøre at fondet er en finansiell investor. Pensjonsfondet – Utland er godt diversifisert med investeringer i flere tusen selskaper internasjonalt, og gjennomsnittlige eierandeler i de ulike regionene er under 1 pst. Når eierandelsgrensen er satt noe høyere, knytter det seg primært til behovet for å gi Norges Bank hand-

lingsrom til å oppfylle målsettingen om å skape meravkastning utover den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastsatt.

Bakgrunnen for heving av eierandelsbegrensningen fra 1 pst. til 3 pst. for det daværende Petroleumsfondet ble beskrevet i Revidert nasjonalbudsjett 2000, og hevingen fra 3 pst. til 5 pst. ble omtalt i Nasjonalbudsjettet 2006. Departementet skrev i Nasjonalbudsjettet 2006:

«Videre vekst i fondet og endringer i fondets investeringsstrategi på andre områder vil kunne påvirke grunnlaget for beslutningen om eierandel. En eventuell ny vurdering av eierandelsbegrensningen vil da kunne bygge på de erfaringene en har opparbeidet seg med en eierandelsbegrensning på 5 pst.»

I lys av den fortsatt sterke veksten i fondets kapital, økningen av aksjeandelen, utvidelsen av referanseporteføljen til å inkludere små børsnoterte selskaper, og hensynet til Norges Banks aktive forvaltning, har departementet ønsket å foreta en ny vurdering av eierandelsbegrensningen. I St.meld. nr. 24 (2007-2007), i forbindelse med utvidelsen av referanseporteføljen til å inkludere små børsnoterte selskaper, varslet departementet at en ville komme tilbake med en ny vurdering av eierandelsbegrensningen.

I den anledning ble Norges Bank invitert til å oppdatere de opplysninger og vurderinger som ble gitt i bankens brev av 11. mars 2005, hvor det ble anbefalt en heving av eierandelsbegrensningen fra den gang 3 pst. til 10 pst., samt formidle nye erfaringer, analyser og vurderinger som kan være relevante. En ba videre Norges Bank vurdere om spørsmålet om fondets eierandelsbegrensning også bør ses i sammenheng med regelverket for forvaltning av Norges Banks valutareserver. Fra departementets side ble det påpekt at det er et sentralt hensyn at fondet skal agere som og oppfattes som en finansiell investor, slik at det kan være hensiktsmessig å se en vurdering av eierandelsbegrensningen i sammenheng med bankens samlede eierandel i et selskap.

3.7.2 Norges Banks råd

I sitt brev av 1. februar 2008 peker Norges Bank på utviklingstrekk som er relevante ved en vurdering av eierandelsbegrensningen:

«Verdien av SPU er under sterk, kontinuerlig, vekst. Da Norges Bank fremmet forslaget om økning av tillatt eierandel i 2005 var aksjeporteføljen i SPU på 427 milliarder kroner. Finansde-

partementet anslår i Nasjonalbudsjettet 2008 at tilflyten til fondet blir 265 milliarder kroner i 2008. Retningslinjene for SPU er endret slik at aksjeandelen i referanseporteføljen utgjør 60 prosent, og innfasing av denne endringen pågår nå. Aksjeporteføljen i SPU vil innen kort tid være fire ganger større enn da Norges Bank opprinnelig fremmet forslaget om heving av grensen til 10 prosent.

Et annet viktig utviklingstrekk er at referanseporteføljen nå også omfatter små selskaper. Det innebærer at antall selskaper i referanseporteføljen har økt fra rundt 2400 til 6900. Dette fører i seg selv til et behov for høyere eierandel fordi investeringene her vil være mer konsentrerte.»

I sin anbefaling om høyere eierandelsgrense, trekker Norges Bank fram ønskeligheten av større handlingsrom i den aktive forvaltningen:

«Norges Bank anser samlet sett at det er et sterkt behov for å øke grensen for tillatt eierandel for aksjeinvesteringene i SPU, og at den mest hensiktsmessig settes til 15 prosent.

En viktig komponent i Norges Banks investeringsstrategi for å skape meravkastning har vært å ta et stort antall uavhengige og ukorrelerede investeringsbeslutninger. Som ledd i denne strategien benyttes det et stort antall interne og eksterne forvaltere, hvor hver forvalter får tildelt et investeringsunivers avgrenset geografisk og/eller til en eller flere sektorer. For å hindre overtredelse av forskriften må det deles ut kvoter til de enkelte forvalterne, som også tar høyde for visse sikkerhetsmarginer. Samlet medfører dette betydelige operasjonelle utfordringer, samt en begrensning i den risiko som kan legges ut i hver delportefølje.

Ved kjøp av eksterne forvaltningstjenester må Norges Bank legge begrensninger på eierandelene i enkeltelskaper som ikke er vanlig i markedet. For å kunne overholde slike restriksjoner må de eksterne forvalterne ofte allokere en mindre relativ andel av Norges Banks portefølje til enkeltelskaper enn for andre kunder. De eksterne forvalterne tvinges på denne måten til å behandle Norges Bank forskjellig fra andre kunder, noe som også resulterer i at avkastningen i ettertid blir vanskelig å sammenligne med det som oppnås for andre kunder. I tillegg har porteføljen i dag en mindre andel forvaltet i eksterne mandater og en lavere samlet risikotaking enn vi ville hatt dersom grensen for tillatt eierandel var høyere.

Norges Bank kan dessuten fra tid til annen ha ønske om å delta i relativt store kapitalutvidelser i enkelte selskaper som ønsker rekapita-

lisering. Med en lav eierandelsbegrensning vil Norges Bank kun stille med et begrenset beløp på et tidlig tidspunkt i en slik rekapitalisering.»

Banken viser videre til at fondet kan være naturlig å sammenlikne seg med ikke har samme eierandelsbegrensning, og at en viss heving ikke vil komme i konflikt med det som oppfattes som markedspraksis for finansielle investorer:

«De største fondene i Europa som det er naturlig å sammenlignes med har ikke en eierandelsbegrensning. De nederlandske fondene ABP og PGGM samt det britiske Hermès har ikke fastsatt noen øvre grenser for eierandeler i enkeltelskaper.

Norges Bank har gjennom den eksterne forvaltningen kontakt med et stort globalt nett av porteføljeforvaltere. Det er vanlig praksis i markedet for finansielle investorer å benytte 15 eller 20 prosent som internt pålagt begrensning for eierandel.»

Norges Bank skal som forvalter av Statens pensjonsfond – Utland opptre som en finansiell investor, og legger til grunn at bankens ansatte eller representanter ikke skal la seg velge inn i selskapenes styrende organer. Banken peker på at fondet gjennomgående synes å ha blitt positivt omtalt i den siste tids internasjonale debatt om såkalte Sovereign Wealth Funds, og hevder at dette i større grad skyldes åpenhet om investeringsstrategi og eierskapsutøvelse enn størrelsen på eierskapet i enkeltelskaper:

«Som det fremgår av tidligere redegjørelser og vurderinger knyttet til størrelsen på tillatt eierandel i SPU, har det sentrale hensynet bak denne grensen vært å sikre at fondet forblir en finansiell investor, og at fondet ikke utøver strategisk eierskap. Som nevnt i vårt brev av 11. mars 2005 er det etter bankens oppfatning ikke den prosentvise grensen for eierskap som er avgjørende for skillet mellom en «strategisk» og en «finansiell» investor, men snarere hvilke mål investoren har for sine investeringer samt hvordan investoren gjennom sine handlinger utnytter den innflytelse han har som en større eier.

I den siste tiden har det vært en internasjonal diskusjon rundt rollen til såkalte Sovereign Wealth Funds. Det vises blant annet til forslag fra US Secretary of Treasury Mr. Henry Paulson i oktober 2007 om behovet for å etablere «best market practice» for slike fond. I debatten rundt Sovereign Wealth Funds har det særlig blitt reist spørsmål rundt manglende

innsyn i fondenes investeringsstrategi og utøvelse av eierskap, og hvilken betydning det har å få slike fond inn på eiersiden. Det har blant annet vært hevdet at manglende innsyn gir en tilhørende uforutsigbarhet knyttet til enkelte Sovereign Wealth Funds. Størrelsen på eierskap i enkeltelskaper har i seg selv ikke vært trukket frem som noe negativt. Vurderingen av SPU synes gjennomgående å ha vært positive. Det legges vekt på at eier og forvalter gir større grad av innsyn i investeringsstrategi og eierskap enn hva som er vanlig for andre Sovereign Wealth Funds. [...]

Norges Bank forvalter også Investeringsporteføljen i valutareservene, som ved utgangen av 2007 var på 214 milliarder kroner. Norges Banks prinsipper for eierskapsutøvelse gjelder felles for begge fondene. Dersom grensen for eierskap i SPU heves til 15 prosent, vil Norges Banks samlede eierskap kunne være inntil 20 prosent. Gitt den betydelig mindre størrelsen på Investeringsporteføljen og den sammenfallende investeringsstrategien, er et samlet eierskap av denne størrelsen usannsynlig. Norges Bank har ikke til hensikt å øke grensen for eierskap som gjelder for Investeringsporteføljen i valutareservene.»

Brevet følger som vedlegg 2 til denne meldingen.

3.7.3 Departementets vurdering

Hovedformålet med eierandelsbegrensningen er å synliggjøre at fondet er en finansiell investor. I Revidert nasjonalbudsjett 2000 heter det:

«Det er viktig å fastholde at Petroleumsfondet skal være en finansiell investor, og ikke et redskap for strategisk eierskap. Det er flere grunner til at dette er viktig. For det første vil det sikre en god spredning av fondets investeringer, noe som vil ivareta hensynet til sikkerhet for statens midler og ønsket om en høyest mulig avkastning for gitt risiko. For det andre vil investeringene være likvide og dermed lette å realisere dersom det blir behov for å trekke på fondet. For det tredje vil det bli enklere å evaluere forvaltningen av Petroleumsfondet ved at avkastningen på fondet kan sammenliknes med avkastningen på anerkjente referanseporteføljer og med avkastningen som andre finansielle investorer oppnår. I tillegg vil det kunne være en politisk risiko knyttet til strategisk eierskap for staten.»

I den senere tids internasjonale debatt om såkalte statlige investeringsfond (Sovereign Wealth Funds, jf. omtale i kapittel 1.6), har fondets klare

rolle som finansiell investor vært en medvirkende årsak til at det ikke har vært gjenstand for særlig negativ oppmerksomhet eller særskilte initiativer som kan true fondets finansielle interesser.

Selv om skillet mellom «strategisk» eller «finansiell» investor ikke avhenger alene av den prosentvise eierandelen i et selskap, men heller er et resultat av hvilket mål en investor har for sine investeringer og hvordan investoren gjennom sine handlinger utnytter den innflytelsen han har, synes det fortsatt hensiktsmessig med en eierandelsbegrensning for å understreke at fondet ikke er en strategisk investor.

Spørsmålet om fastsettelse av en egnet eierandelsbegrensning må samtidig vurderes opp mot de kostnader det kan utgjøre for fondet dersom det fører til svakere resultater. Finansdepartementet har satt som mål at fondet skal være verdens best forvaltede fond, noe som innebærer at en skal sikte mot beste praksis internasjonalt i arbeidet med fondet. Norges Bank har de siste ti årene oppnådd en gjennomsnittlig årlig meravkastning i sin aktive forvaltning på 0,4 prosentpoeng. Selv små forskjeller i avkastningsrate vil på grunn av fondets størrelse utgjøre store beløp for fellesskapet.

Ser en på andre fond som det er naturlig å sammenlikne seg med, synes det å være rom for en viss økning i eierandelsbegrensningen til Statens pensjonsfond – Utland uten at det røkkes ved rollen som finansiell investor. Norges Bank viser til at de største fondene i Europa det er naturlig å sammenlikne seg med ikke har noen eierandelsbegrensning. Ser en på for eksempel de svenske 1-4 Ap-fondene, så er disse noe mindre og med en eierandelsbegrensning på 10 pst. Statens pensjonsfond – Norge, som også er en finansiell investor, har på sin side en eierandelsbegrensning på 15 pst. for sine aksjeinvesteringer i Norge og 5 pst. for sine investeringer i Norden forøvrig.

Etter en samlet vurdering, hvor en veier hensynet til fondets avkastning opp mot hensynet til en bred tillit til fondskonstruksjonen, vil Finansdepartementet legge opp til at eierandelsbegrensningen for Statens pensjonsfond – Utland heves fra 5 pst. til 10 pst. Departementet vil samtidig understreke at dette ikke røkkes ved fondets rolle som finansiell investor.

En gjør oppmerksom på at denne eierandelsbegrensningen gjelder børsnoterte aksjer i Pensjonsfondet – Utland. For eventuelle investeringer i unoterte eiendomsselskaper og andre unoterte aksjer, vil det måtte bli fastsatt andre regler.

4 Etikk og eierskapsutøvelse

4.1 Innledning

I forvaltningen av Statens pensjonsfond er det et overordnet mål å oppnå høy avkastning på fondets investeringer over tid. Kapitalen fra Statens pensjonsfond – Utland stammer fra statens olje- og gassinntekter. Det er ikke rettferdig at rikdommene fra olje- og gassreservene bare kommer de få generasjoner til gode som tilfeldigvis opplever uttaket av dem. Verdien må sikres for etterslekten. Dette er en etisk forpliktelse i seg selv. Samtidig har en som investor et etisk medansvar for hvordan selskapene fondet investerer i opptrer, hva de produserer og hvordan de behandler omgivelsene sine. Gjennom aktivt eierskap kan forvalterne av Pensjonsfondet øve innflytelse på selskaper i spørsmål om god selskapsstyring, samt i relasjon til sosiale og miljømessige forhold. I noen tilfeller vil et selskaps produksjon eller aktivitet være av en så grovt uetisk karakter at fondet ikke bør medvirke til dette gjennom sine investeringer. I slike tilfeller vil Finansdepartementet beslutte at fondet skal selge seg ut av det aktuelle selskapet.

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

Statens pensjonsfond – Utland er i sin helhet plassert i verdipapirer i utlandet. Fondets investeringsstrategi er nedfelt i en referanseportefølje satt sammen av brede aksje- og obligasjonsindekser. Fondet hadde ved utgangen av 2007 aksjeinvesteringer i mer enn 7 000 selskaper. Norges Banks gjennomsnittlige eierandel i selskapene er om lag 0,8 pst. Virkemidlene i integreringen av etiske hensyn er tilpasset denne strategien. De

etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland angir eierskapsutøvelse og utelukkelse av selskaper som virkemidler for å fremme fondets finansielle interesser og etiske forpliktelser, se nærmere omtale under avsnitt 4.2.

Statens pensjonsfond – Norge er i hovedsak investert innenlands. Referanseindeksen for fondets aksjeinvesteringer består av Oslo Børs hovedindeks og den nordiske aksjeindeksen VINX Benchmark. Fondet hadde ved utgangen av 2007 eierandeler i totalt 48 selskaper notert på Oslo Børs og 124 selskaper i Danmark, Finland og Sverige. Folketrygdfondets gjennomsnittlige eierandel i norske selskaper er om lag 5 pst. Gjennomsnittlig eierandel i øvrige nordiske selskaper er på rundt 0,2 pst.

I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge legger Folketrygdfondet vekt på positiv utvælgelse av de selskapene midlene skal investeres i, og deretter utøvelse av eierrettigheter i de samme selskapene. Dette må ses i sammenheng med at investeringsuniverset er oversiktlig og består av et relativt begrenset antall selskaper.

Eierskapsutøvelse

Grunnprinsippene for utøvelse av eierskap er de samme for Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge, se nærmere utdyping i boks 4.1. Norges Bank og Folketrygdfondet har nedfelt egne prinsipper for utøvelsen av eierrettigheter basert på disse grunnprinsippene. Eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet er nærmere omtalt under avsnitt 4.2.

Utelukkelse av selskaper

Etter de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland skal selskaper utelukkes fra fondets investeringsunivers dersom de har en produksjon eller en virksomhet som innebærer en uakseptabelt høy risiko for at fondet medvirker til grovt uetisk aktivitet. Finansdepartementet har siden 2002 utelukket 27 selskaper fra Statens pensjonsfond – Utland etter kriteriene i de etiske retningslinjene, på bakgrunn av tilrådingen fra Etikk-

Boks 4.1 Grunnprinsipper for utøvelse av eierskap

Utøvelse av eierrettigheter i Statens pensjonsfond er basert på FNs Global Compact, OECDs prinsipper for eierstyring (Corporate Governance Guidelines) og OECDs prinsipper for flernasjonale selskaper (Guidelines for Multinational Enterprises). Med utgangspunkt i disse internasjonale prinsippene har Norges Bank og Folketrygdfondet utarbeidet egne retningslinjer for sin utøvelse av eierrettigheter i henholdsvis Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Banken og Folketrygdfondet gjengir og omtaler retningslinjene i sine respektive årsrapporter.

FNs Global Compact

FNs Global Compact gir anvisning på ti overordnede prinsipper utledet fra Verdenserklæringen om menneskerettigheter, ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet og Rio-erklæringen om miljø og utvikling. Prinsippene er generelle og sier bl.a. at selskaper skal respektere menneskerettighetene og ikke være delaktige i brudd på dem, opprettholde organisasjonsfrihet og kollektiv forhandlingsrett, samt fjerne alle former for tvangsarbeid, barnarbeid og diskriminering i arbeidslivet, støtte føre-var-prinsippet i miljøspørsmål, samt fremme større miljøansvar og utvikling og utbredelse av miljøvennlige tekno-

logier, motarbeide alle former for korrupsjon, herunder utpressing og bestikkelser.

3 700 selskaper og organisasjoner i over 120 land har sluttet seg til FNs Global Compact. Medlemmene er oppfordret til å rapportere årlig om hvordan de oppfyller prinsippene.

OECD Principles of Corporate Governance

Dette er svært omfattende prinsipper som i hovedsak omhandler grunnlaget for effektiv eierstyring og selskapsledelse («corporate governance»), aksjonærenes rettigheter og nøkkel-funksjoner i eierskap, rimelig og rettfærdig behandling av aksjonærer, åpenhet og innsyn, og styrets ansvar og forpliktelser.

OECD Guidelines for Multinational Enterprises

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

rådet for Statens pensjonsfond – Utland. Mekanis-
men for utelukkelse av selskaper er beskrevet
nærmere i boks 4.4 nedenfor.

Særlig om investeringer i Burma (Myanmar)

Med bakgrunn i EUs og andre lands tiltak mot Burma, besluttet Regjeringen våren 2007 å endre retningslinjene for fondets investeringer slik at Norges Bank eksplisitt avskjæres fra å investere Pensjonsfondets kapital i obligasjoner utstedt av staten Burma. Denne beslutningen utfyller ordningen med å utelukke aksjer og obligasjoner utstedt av bestemte selskaper. I november 2007 sluttet Norge seg til utvidede internasjonale tiltak som bl.a. rammer visse typer investeringer i Burma. Dette gjelder forbud mot finansiering av, og

nye erverv eller utvidelser av, kapitalinteresser i listeførte burmesiske statseide foretak. Videre omfatter tiltakene forbud mot finansiering av, og investeringer eller deltakelse i, listeførte burmesiske foretak som er engasjert i utvinning av tømmer, metaller, mineraler og edelstener. Forbudene rammer i overkant av 1 200 burmesiske foretak. Statens pensjonsfond – Utland har ikke og skal heller ikke i framtiden ha beholdninger i noen av disse selskapene.

I lys av den forverrede situasjonen i Burma høsten 2007 er Etikkrådet og Norges Bank særlig oppmerksomme på selskaper med aktivitet i landet. Finansdepartementet mottok brev fra Etikkrådet 11. oktober 2007 hvor rådet gjør rede for sine vurderinger av risikoen for at fondet kan sies å bidra til grove eller systematiske krenkninger av

menneskerettigheter gjennom å være investert i selskaper med aktivitet i Burma. Etikkrådet har varslet mulige tilrådinger om utelukkelse av selskaper som inngår kontrakter om bygging av omfattende infrastrukturprosjekter i landet. Slike byggeprosjekter vil etter alt å dømme innebære en uakseptabel risiko for framtidig medvirkning til brudd på menneskerettigheter. I 2007 kontaktes Norges Bank 10 selskaper i fondets portefølje for å stille spørsmål om deres aktivitet i landet. Dette er selskaper som kan stå i fare for å medvirke til menneskerettsbrudd, eller utsette seg for annen type risiko. Norges Bank har lagt opp til dialog med disse selskapene for å sikre at en har best mulig informasjon om situasjonen.

Regjeringen legger opp til at fondet ikke skal investeres i selskaper som selger våpen og våpenteknologi til regimer som står oppført på listen over de lands statsobligasjoner Statens pensjonsfond – Utland er avskåret fra å investere i. Dette betyr at fondet ikke skal investere i selskaper som selger våpen til det burmesiske regimet. En foreløpig gjennomgang indikerer at det ikke er slike selskaper i fondets portefølje nå. Etikkrådet for fondet vil overvåke selskapene i porteføljen med tanke på å avdekke hvorvidt fondet i framtiden kan stå i fare for å ha slike investeringer, og eventuelt avgi tilråding til Finansdepartementet om at aktuelle selskaper utelukkes.

4.2 Arbeidet med etiske retningslinjer

4.2.1 Eierskapsarbeidet i Norges Bank

I tråd med de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland har Norges Bank vedtatt egne retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter. Disse retningslinjene legger til grunn at selskapene fondet er investert i skal opptre i samsvar med FNs Global Compact og OECDs prinsipper for eierstyring og for flernasjonale selskaper, jf. boks 4.1. Retningslinjene innebærer at det stilles en rekke krav til ansvarlig forretningsførsel og åpenhet til selskapene fondet er investert i. Videre medfører de at det stilles krav til selskapenes styringsform og struktur, samt til langsiktig bærekraft ved at selskapene må ta hensyn til virkninger av egne aktiviteter på miljøet og samfunnet for øvrig.

Norges Bank har brukt betydelige ressurser på å etablere en solid og målrettet eierskapsaktivitet. Ved utgangen av 2007 var ti årsverk avsatt til arbeidet med utøvelse av eierrettigheter, mot seks årsverk i 2006. Bankens målsetting for den kom-

mende treårsperioden er å bli anerkjent som en av verdens mest framtrepende og seriøse utøvere av eierskap.

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

Arbeidet innenfor utvalgte satsingsområder

Sentrale satsingsområder i utøvelsen av eierrettigheter er:

- god selskapsstyring med hovedvekt på retten til å nominere og velge styremedlemmer, retten til å bruke sin stemmerett, retten til å handle med sine aksjer og ha medbestemmelse knyttet til anti-oppkjøpsmekanismer og retten til åpen og rettidig informasjon,
- barns rettigheter og helse, herunder kampen mot barnearbeid, med hovedvekt på verdikjeden til multinasjonale selskaper, og
- selskapers myndighetskontakt (lobbying) relatert til langsiktige miljøproblemer, herunder klimaforandringer.

Selskapsstyring

God selskapsstyring er en vesentlig forutsetning for all eierskapsaktivitet. Norges Bank legger stor vekt på å sikre aksjonærenes rettigheter og mulighet for utøvelse av eierrettigheter. Slike rettigheter er av grunnleggende betydning for å oppnå reell innflytelse og dialog i selskapene. Eierrettighetene utgjør også en forutsetning for arbeidet med sosiale og miljørelaterte spørsmål, og kan derfor ikke betraktes atskilt fra arbeidet med etiske spørsmål, bredt definert.

Stemmegivning på tvers av landegrenser kan være ressurskrevende og kostbart, og i mange tilfeller vanskelig å gjennomføre. Banken har i 2007 videreført et forskningsprosjekt om stemmegivning som ble initiert i 2006, i samarbeid med Tuck School of Business ved Dartmouth College i USA. Prosjektet innebærer kartlegging av aktører, markedspraksis og reguleringer som er relevante for stemmegivningen i de viktigste markedene der fondet er investert. Formålet med denne studien er å identifisere bedre metoder og praksis for effektiv stemmegivning internasjonalt.

Den viktigste selskapsstyringssaken i USA i fjor handlet om aksjonærers adgang til å fremme egne styrekandidater. Norges Bank har sammen med andre store europeiske investorer hatt dialog, gjennom møter og brev, med lederen og medlemmer av det amerikanske verdipapirtilsynet, Securities and Exchange Commission (SEC), om viktigheten av å etablere reguleringer som sikrer aksjonærene reell innflytelse på styrevalg i amerikanske selskaper. Banken oppfatter at resultatene så langt ikke er tilfredsstillende, og den vil fortsette oppfølgingen av dette i 2008.

Norges Bank vil som regel være kritisk til eksplisitte eller implisitte oppkjøpsvern i selskaper. Norges Bank legger til grunn at ordninger til vern mot oppkjøp som et minimum bør godkjennes av aksjonærene.

Norges Bank arbeider for at selskapene skal gi aksjonærene tilstrekkelig informasjon, som klart kommuniserer hvilke strategier selskapet følger og hvilke konsekvenser disse kan forventes å ha. Det legges til grunn at selskapet skal gi relevant informasjon om hvorvidt virksomheten påvirker sosiale og miljømessige forhold, og hvilke konsekvenser dette har for selskapet. I tillegg bør aksjonærer ha anledning til å kommunisere direkte med styremedlemmer, siden disse er aksjonærenes representanter i selskapet. Norges Bank støttet i 2007 mer enn 60 aksjonærforslag i saker relatert til åpen og rettidig informasjon. Som hovedregel vil banken stemme imot saker fremmet av selskapet dersom en ikke har tilstrekkelig med informasjon til å ta stilling til forslaget.

Norges Bank stemte imot ledelsens anbefaling i 25 pst. av sakene om avlønning. Banken støttet ikke godkjenning av avlønningsplaner som ikke var knyttet til resultatoppnåelse, som tillot repriking av opsjoner, som førte til relativt stor utvanning av eierandeler for eksisterende eiere, og som ble tildelt til en pris langt under markedspris, eller som innebar overdrevne pensjonsordninger samt pensjonsbonuser for styremedlemmer og revisorer. Norges Bank stemte også imot en rekke avlønningsplaner som følge av mangelfull informasjon.

Barnearbeid

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

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

Banken har fokusert særlig på å bygge opp kompetanse, kunnskap og metoder for å oppnå reell innflytelse, samt å kommunisere bankens forventninger og krav til enkeltelskaper hva gjelder barns rettigheter og helse. En viktig del av dette arbeidet er analyser av markeder og selskaper. Det har hittil vært gjennomført analyser av over 200 selskaper i fondets portefølje, med hovedvekt på multinasjonale selskaper som har virksomhet i utvalgte land i Asia, Latin-Amerika og Afrika.

Ved utgangen av 2007 hadde Norges Bank etablert eller videreført kontakt med rundt 60 selskaper om spørsmål knyttet til sosiale forhold, og med hovedvekt på barnearbeid og barns rettigheter. De selskapene som utgjør målgruppen for bankens arbeid på dette området er selskaper innenfor såkalte risikosektorer i land der barnearbeid er vanlig. I 2007 har Norges Bank gått inn i mer omfattende prosesser med selskaper som er ledende innenfor sektorene landbruk og metall, og som står overfor betydelige utfordringer i å unngå å bidra til grovt og farlig barnearbeid og krenkelser av barns rettigheter. Dialogen med de i alt åtte selskapene innenfor disse to sektorene vil fortsette i 2008.

Norges Bank har utviklet dokumentet «NBIM Investor Expectations on Children's Rights», som tydeliggjør bankens forventninger til selskaper på dette området. Dokumentet er basert på FNs konvensjon om barns rettigheter, samt ILOs konvensjoner om barnearbeid. Forventningene samsvarer også med OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper og FNs Global Compact, som er en del av grunnlaget for eierskapsutøvelsen for Statens pensjonsfond.

Norges Bank har så langt identifisert to behov som særlig viktige i tilknytning til overvåking av barnearbeid og barns rettigheter: 1) samarbeid mellom selskaper innen samme sektor og region om regler («codes of conduct»), overvåking og revisjon, og 2) sikring av kvaliteten på ekstern overvåking og revidering. Dette stiller krav til mer oppfølging fra både det enkelte selskap og selskapene i samarbeid.

Boks 4.2 Satsing på barns rettigheter og miljø i eierskapsarbeidet for Statens pensjonsfond – Utland

I eierskapsutøvelsen for Statens pensjonsfond – Utland har Norges Bank bl.a. som målsetting å påvirke selskaper til å sikre barns rettigheter og helse i sin verdikjede, og å sikre at selskapers myndighetskontakt ikke hindrer effektiv lovgivning for å dempe risikoen for alvorlige negative økonomiske virkninger av klimaforandringer.

Barns rettigheter og helse

I 2006 inviterte Norges Bank en del norske organisasjoner og enkeltpersoner med ekspertise på barns rettigheter og barnearbeid til å gi innspill til bankens arbeid på dette feltet. Denne gruppen består bl.a. av representanter for UNICEF, Redd Barna og Childwatch. Gruppen har i 2007 gitt reaksjoner på problemstillinger, enkeltsaker og prioriteringer som Norges Bank gjør relatert til sikring av barns rettigheter og helse. Deltakerne i gruppen har også gitt kommentarer til et dokument, «NBIM Investor Expectations on Children's Rights», som banken har utarbeidet for å gjøre det klart for selskaper hvilke forventninger en har som investor på dette området. Dokumentet retter seg særlig mot selskaper som opererer i områder, eller innenfor sektorer der faren for brudd på barns rettigheter er stor.

Det er et mål for Norges Bank at også andre profesjonelle investorer skal engasjere seg i barnearbeid og barns rettigheter. Banken bruker bl.a. plattformen som FNs initiativ for ansvarlige investeringer (UN-PRI) tilbyr for å oppfordre andre investorer til å benytte NBIM Expectations on Children's Rights i sin dialog med selskaper. Gjennom samme plattform har banken i 2007 deltatt i det såkalte Iron and Steel-initiativet. Initiativet samordner selskapskontakt hvor selskaper spørres om sin kunnskap om og tiltak mot slavearbeid, inkludert mulig barnearbeid, innen latinamerikansk kullindustri. Dialogen med selskapene følges videre i 2008.

I dialogen med multinasjonale selskaper legger Norges Bank vekt på å få til en forbedring av retningslinjer, kontrollsystemer og offentlig rapportering om barnearbeid. Det er også lagt vekt på at multinasjonale selskaper må påvirke sine

nasjonale samarbeidspartnere og de lokale myndighetene.

Norges Bank søker å bidra til mer ensartede retningslinjer og på sikt et mer samordnet kontroll system for selskaper innenfor samme sektor, eksempelvis landbrukssektoren. Det vil styrke kampen mot barnearbeid og øke sjansen for en markedspraksis som også kan omfatte de nasjonale selskapene i denne industrien.

I 2007 har Norges Bank fokusert på utvalgte selskaper i Latin-Amerika som driver innenfor gruvesektoren. Dette er en sektor hvor risikoen er høy for at noen av de verste former for barnearbeid forekommer. Banken besøkte fem selskaper i oktober 2007, hvor en fikk i stand dialog med sentrale personer i selskapene og i flere tilfeller også administrerende direktør eller representanter for styret. Ved årets slutt hadde ett av de fem selskapene besluttet å slutte seg til FNs Global Compact, og ytterligere ett vurderer dette aktivt. Alle de fem selskapene vil bli fulgt opp i 2008, bl.a. krav til deres resultatrapportering og revisjon.

Et multinasjonalt selskap, som er et av verdens største innen sin sektor, og som tidligere ikke har rapportert om risikoen for barnearbeid, rapporterer nå om hvilke tiltak selskapet har iverksatt for å oppdage og hindre barnearbeid hos sine leverandører. Selskapet uttrykker at dialogen med Norges Bank har vært viktig for prioriteringen av spørsmålet i selskapet.

Miljø

Det kanskje viktigste selskaper kan gjøre for å bidra til å redusere omfanget av klimaforandringer globalt, er å bidra til – eller i det minste unngå å bekjempe – de nødvendige politiske tiltakene. Store selskaper spiller sentrale roller i utformingen av miljøpolitikk i flere land gjennom sin lobbying. I lys av dette har Norges Bank innledet dialog med et utvalg av selskaper i porteføljen innen relevante sektorer, herunder noen av de selskapene i verden som slipper ut størst mengde klimagasser. Banken kartlegger hvordan disse selskapene gjennom sin myndighetskontakt søker å påvirke framtidig klimalovgivning.

Boks 4.2 (forts.)

Det er vesentlig for en langsiktig investor hvordan selskaper arbeider overfor myndighetene når det gjelder lovgivning som kan medføre betydelige reduksjoner i utslippene av klimagasser. Norges Bank vil derfor arbeide for at relevante selskaper i porteføljen, med hovedvekt på energisektorene og på energiintensive sektorer, legger strategier som er forenlige med en bærekraftig økonomisk og økologisk utvikling.

I 2007 har en rekke selskaper i Norges Banks portefølje endret sin offentlige holdning til klimareguleringer. Mange av dem har gjort forandringer i måten de henvender seg til nasjonale myndigheter på, og endret måten de legger til rette for ny teknologi på. Norges Bank betrakter seg som en av flere bidragsytere i denne prosessen. Det vil være avgjørende for utformingen av framtidige klimatiltak hva slags posisjoner selskapene inntar til de klimaforslagene som skal behandles i enkeltland, så vel som til de internasjonale prosessene som bl.a skal lede fram mot det internasjonale klimamøtet i København i 2009.

I 2007 besøkte Norges Bank styrelederen hos en større strømprodusent for å diskutere

bl.a. utviklingen av klimarelatert lovgivning. Styreformannen, som også er konsernsjef og i aktiv kontakt med lovgivere, kom senere til Oslo på eget initiativ for å fortsette diskusjonene med ledelsen i Norges Bank. Dialogen fortsetter. Dette utgjør 1 av rundt 20 pågående dialoger om klimarelatert lovgivning.

Det er antakelig vanskelig å måle resultatene av dette satsingsområdet. Arbeidet handler dels om bevisstgjøring, dels om langsiktig strategi hos de enkelte selskapene. Når resultatene viser seg, vil det derfor ikke alltid være tydelig hva som følger direkte av Norges Banks innsats. Dette betyr imidlertid ikke at området er mindre viktig enn de øvrige områdene banken holder særlig fokus på. Særlig i USA, men også i flere andre jurisdiksjoner, vil potensielt avgjørende debatter om vesentlige klimatiltak finne sted i 2008 og inn i 2009. De selskapene Norges Bank har innledet dialog med er blant premissleverandørene i dette arbeidet. Banken planlegger å holde dialog med selskaper både alene og i kontakt med andre investorer.

Miljø

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

I 2007 har Norges Bank fulgt debatten internasjonalt om klimaforandringer, inkludert diskusjonen om post-Kyotoregulering, lovgivningsprosessen i USA, videreutviklingen av klimakvotesystemet

innen EU, samt nyere forskning. Banken har i den forbindelse hatt møter med forskere på området.

I fjor analyserte Norges Bank over 100 selskaper i fondets portefølje for å søke å identifisere de selskapene som er mest aktive når det gjelder myndighetskontakt innen klimaområdet. Banken har initiert kontakt med 20 selskaper, og avholdt møter med 15 av disse. Alle disse selskapene har virksomhet innenfor sektorene olje, kull, gass, elektrisitet og transport, og bidrar betydelig til utslipp av klimagasser. I bankens dialog med selskapene er det lagt vekt på teknologiutvikling og tilpasning til nye utslipps- og avgiftsregler, i tillegg til selskapenes posisjonering når det gjelder myndighetskontakt.

Norges Bank søker å konsentrere ressursinnsatsen på en måte som fører til at det totale utslippsnivået reduseres, noe som fordrer lovgivning og internasjonale avtaler. Det er grunn til å anta at den nødvendige teknologiutvikling vil være nært knyttet til lovgivning som bidrar til å gjøre slike teknologier lønnsomme.

Norges Banks videre dialog med selskaper om miljøspørsmål er basert på at det også i perioden

2008 – 2010 vil være en fortsatt utvikling internasjonalt for å få til omfattende klimaløsninger. I en slik prosess er det viktig at Norges Bank, som en investor med langsiktige finansielle interesser og med en global investeringsportefølje, bidrar med finansielle argumenter overfor selskapene som støtter opp under bærekraftige løsninger.

Departementet ser positivt på Norges Banks vektlegging i eierskapsarbeidet, og anser at barns rettigheter og beskyttelse av miljøet er blant viktige, grunnleggende etiske normer som eierskapsutøvelsen bør bidra til å sikre. Målsettingen på begge områder er å sørge for at man som investor på best mulig måte supplerer og utfyller den innsatsen som uansett påhviler nasjonale og internasjonale myndigheter. Etter departementets syn er det viktig at selskapene fondet investerer i er kjent med fondets interesse i at klimarisikoen reduseres gjennom effektive og mest mulig universelle tiltak, og at selskapenes myndighetskontakt ikke kommer i konflikt med dette hensynet.

Virkemidler for utøvelsen av eierrettigheter

Stemmegivning

Stemmeretten er et sentralt virkemiddel i eierskapsutøvelsen. Norges Bank bruker stemmeretten for en stor andel av aksjeporteføljen, og søker med dette å ivareta sentrale hensyn innen selskapsstyring, sosiale forhold og miljø.

I 2007 stemte Norges Bank i til sammen 38 862 saker fordelt på 4 202 generalforsamlinger, noe som utgjorde 89 pst. av møtene som ble avholdt med selskaper som inngår i fondets portefølje. I samsvar med prinsippene for eierskapsutøvelsen har banken støttet saker som fremmer følgende holdninger:

- at selskapet har en klart definert forretningsstrategi som er forankret i styret,
- at selskapet legger fram tilstrekkelig informasjon om sin økonomiske og finansielle stilling og andre relevante forhold,
- at det er etablert interne styrings- og kontrollsystemer som er tilpasset virksomheten,
- at selskapets styre ivaretar interessene til samtlige aksjonærer,
- at styret består av et tilstrekkelig antall styremedlemmer med relevante og tilstrekkelige kvalifikasjoner, hvor mer enn flertallet er uavhengige,
- at styret skal kunne stilles til ansvar for sine beslutninger, og
- at selskapet rapporterer åpent om holdninger og handlinger når det gjelder ivaretagelse av

menneskerettigheter og selskapets innvirkning på miljø og lokalsamfunn.

Aksjonærforslag utgjorde 2 pst. av sakene Norges Bank stemte over i 2007. Støtten som aksjonærforslag oppnår, har økt de siste årene. Dette gjelder spesielt forslag om ansvarliggjøring av selskapsstyrene. Men også innenfor temaer som sosiale og miljømessige forhold har støtten til aksjonærforslag økt. I tillegg til krav om rapportering øker antall aksjonærforslag som innebærer at selskapene skal innføre retningslinjer for sosialt ansvar og bærekraft. Normalt vil et aksjonærforslag bli fremmet av investorer som ikke har mulighet eller ressurser til å gå i dialog med selskapets ledelse, eller fordi en ønsker å markere bestemte saker.

Norges Bank har offentliggjort hvordan banken har stemt i selskapene i løpet av 2007, og vil fortsette å gjøre stemmegivning i enkeltsaker kjent årlig. Nærmere detaljer omkring stemmegivningen publiseres på Norges Banks hjemmeside. Departementet ser positivt på denne graden av åpenhet rundt stemmegivningen, som må anses å være høy sammenliknet med mange andre store fond.

Dialog med selskaper

I løpet av 2007 har Norges Bank innledet eller videreført kontakt med rundt 95 selskaper i fondets portefølje som del av eierskapsutøvelsen. Denne kontakten vedrører først og fremst spørsmål knyttet til bankens satsingsområder og oppfølging av stemmegivningen. Det er blitt gjennomført direkte dialog med om lag 30 selskaper i form av møter med medlemmer av selskapenes styre, eller med representanter utpekt av disse. I de tilfeller Norges Bank identifiserer et selskap som en ønsker å påvirke, utarbeides en handlingsplan som bl.a. definerer formålet med dialogen, tidsplan, ressursbruk mv. Utøvelse av eierskap og påvirkning av enkeltelskaper kan ofte være tidkrevende prosesser, som i enkelte tilfeller kan strekke seg over flere år.

Samarbeid med andre investorer

Norges Bank deltar i formelle og uformelle nettverk med andre investorer for å sikre større gjennomslag for sine interesser knyttet til eierskapsutøvelsen, og for å bidra til økt forståelse blant medinvestorer for Norges Banks holdninger. Investornettverk er viktige arenaer for å utveksle

synspunkter, spre kunnskap og formulere representative synspunkter overfor regulerende myndigheter og blant selskapene.

Norges Bank har bidratt i utviklingen av de FN-initierte «Principles for Responsible Investment». Dette er prinsipper som bygger på at miljømessige og sosiale forhold og selskapenes styringssystem kan påvirke avkastningen på investeringene. Prinsippene ble lansert i 2006 og har fått bred oppslutning blant investorer globalt. Banken har presentert og drøftet prinsippene på flere møter med andre store investorer, og legger disse til grunn for eierskapsutøvelsen og samhandlingen med andre investorer.

Norges Bank er medlem av International Corporate Governance Network (ICGN), et verdensomspennende nettverk for investorer og en tjenesteleverandør innen eierskapsutøvelse og selskapsstyring. Nettverket drøfter bl.a. sentrale temaer innen eiermedvirkning og selskapsstyring, bl.a. ved å avholde globale og regionale møter og organisere faglig arbeid i ulike komiteer. ICGNs arbeid er rettet mot nasjonale og overnasjonale myndigheter og andre sentrale markedsaktører.

I 2007 var banken også engasjert i mer uformell nettverksbygging blant større globale investorer. Norges Bank har sammen med de store nederlandske pensjonsfondene ABP og PGGM og britiske Hermès avgitt felles uttalelser til det amerikanske verdipapirmarkedstilsynet (SEC) vedrørende investorers muligheter til å påvirke valg og utskifting av styremedlemmer i amerikanske bedrifter.

Det internasjonale initiativet EITI («Extractive Industries Transparency Initiative») tar sikte på å bekjempe korrupsjon og bidra til økt transparens i land med store naturressurser. Norges Bank har sluttet seg til investoruttalelsen «Investors' Statement on Transparency in the Extractives Sector», som understreker at det er i forvalternes interesse å utøve virksomhet innen et forretningsmiljø preget av stabilitet, åpenhet og grunnleggende respekt for lover og regler. Norges Bank støtter også opp om Carbon Disclosure Project (CDP). CDP er en ideell organisasjon som har som formål å samle inn og publisere informasjon om selskapers utslipp av drivhusgasser, samt annen informasjon om selskapenes håndtering av klimagassutfordringen. Prosjektet gir investorer god informasjon om utslipp og håndtering av drivhusgasser, og Norges Banks deltakelse i prosjektet er et bidrag i arbeidet med å sikre større åpenhet og drivkraft i arbeidet for å redusere klimagassutslipp.

Kommunikasjon utad

Norges Bank deltar aktivt i den offentlige og akademiske debatten om eierskapsutøvelse, med hovedvekt på god selskapsstyring og sentrale sosiale og miljømessige standarder. Banken har hatt møter med flere interesseorganisasjoner og frivillige organisasjoner i 2007. Videre har banken hatt møter med en gruppe spesialister på barns rettigheter og barnearbeid, samt etablert samarbeid med UNICEF, FNs Global Compact og andre FN-organer for å sikre god oppfølging av, og godt nettverk rundt, bankens eierskapsinitiativer.

4.2.2 Eierskapsarbeidet i Folketrygdfondet

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter i Statens pensjonsfond – Norge. Retningslinjene bygger på «Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse» og FNs Global Compact, samt OECDs prinsipper for eierstyring og for flernasjonale selskaper, se nærmere utdyping i boks 4.1.

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

Sentrale temaer i eierskapsutøvelsen

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

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

I oppfølgingen av de etiske prinsippene legger Folketrygdfondet særlig vekt på å vurdere om selskapet selv, eller gjennom enheter det kontrollerer,

produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper. Det foretas også vurderinger av om selskapet baserer sin virksomhet på handlinger eller unnløtelser som innebærer krenkelse av menneskerettigheter, barnarbeid, miljøskade, korrupsjon og andre brudd med grunnleggende etiske normer. I disse vurderingene ser Folketrygdfondet bl.a. hen til:

- hvilke produkter som framstilles,
- hvilke produksjonsmetoder som benyttes,
- hvor produksjonen foregår og selskapets kundeforbindelser,
- selskapets bedriftskultur og ledelseskultur,
- selskapets eierstruktur, og
- selskapets eierinteresser.

Folketrygdfondets styre vedtok i desember 2007 nye etiske prinsipper for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, som bygger på de etiske prinsippene som ble fastsatt i 2004, jf. boks 4.3.

De vurderingene som foretas av Folketrygdfondet er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og informasjon gitt av selskapet selv. Gjennom eierskapsutøvelsen tar Folketrygdfondet sikte på å øke selskapenes bevissthet omkring disse temaene.

For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det som viktig å følge opp selskapenes lederlønnspolitik. Dette innebærer bl.a. å vurdere hvorvidt lederlønnordningene er utformet slik at de faktisk bidrar til en mer effektiv og resultatorientert selskapsledelse. Folketrygdfondet ser også på eventuelle opsjonsordninger og hva disse inne-

Boks 4.3 Etiske prinsipper for investeringsvirksomheten i Statens pensjonsfond – Norge

1. Folketrygdfondet skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at Statens pensjonsfond medvirker til uetiske handlinger eller unnløtelser. En slik medvirkning vil redusere en bærekraftig utvikling, langsiktig verdiskaping og derigjennom kunne redusere Folketrygdfondets avkastning over tid.
2. Folketrygdfondet er en selektiv investor som søker å investere i selskaper med høy kvalitet på drift og ledelse. Dette innbefatter også høy kvalitet på selskapets etiske holdninger og handlinger.
3. Folketrygdfondet legger til grunn at de virksomheter det investeres i holder seg innenfor lover og forskrifter.
4. Folketrygdfondet legger til grunn at selskapene opererer innenfor internasjonalt anerkjente konvensjoner som FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper.
5. Folketrygdfondet vurderer virksomhetens ledelse og praksis knyttet til menneskerettigheter, barnarbeid, korrupsjon og miljø. Disse forholdene vurderes i lys av de produkter som fremstilles, selve produksjonen, produksjonsstedet, kundeforbindelser, bedriftskultur/ledelseskultur, selskapets eierstruktur og eierinteresser. Blant annet vurderer Folketrygdfondet om selskaper selv, eller gjennom enheter de kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper.
6. Folketrygdfondet foretar vurderinger på basis av offentlig tilgjengelig informasjon og informasjon gitt av selskapene selv. I vurderingene vektlegges ledelsens holdning, og selskapets bevissthet og styring av de ovennevnte forhold.
7. Ved investeringer i norske aksjer bruker Folketrygdfondet positiv utvelgelse og eierskapsutøvelse for å bidra til at de selskapene det er investert i har tilfredsstillende kvalitet på sine etiske holdninger og handlinger. Folketrygdfondet kan selge seg ut av selskapet dersom nødvendige endringer ikke gjennomføres.
8. Folketrygdfondet overvåker alle kredittinvesteringer. Selskaper som bryter Folketrygdfondets etiske prinsipper utelukkes fra investeringsuniverset dersom forholdene ikke rettes opp.
9. Ved investeringer i nordiske aksjer eller rentebærende papirer utstedet av nordiske selskaper, hensyntar Folketrygdfondet de beslutninger Finansdepartementet tar på bakgrunn av anbefalingene fra Etikkrådet for Statens pensjonsfond – Utland. Folketrygdfondet vil derfor ikke investere i selskaper som Finansdepartementet har besluttet at det ikke skal investeres i.
10. Folketrygdfondet skal årlig offentliggjøre resultatene av arbeidet med etisk forsvarlige investeringer. Det skal utvises aktsomhet og skjønn i rapporteringen og selskaps sensitiv informasjon skal ikke offentliggjøres.

bærer av verdioverføring fra aksjonærene til ledelsen i selskapene.

Folketrygdfondet kan være representert i selskapers representantskap, bedriftsforsamlinger og i valgkomiteer, men er ikke representert i selskapenes styrer. Folketrygdfondet søker å utnytte sin stemmerett på selskapenes generalforsamlinger, og i de tilfeller der man ikke selv kan delta, kan det gis fullmakt til andre om å avgi stemme.

Dersom det oppstår en situasjon som gir grunnlag for å reise spørsmål ved et selskap Folketrygdfondet er investert i skal problemstillingen tas opp med selskapet. Dersom det er hensiktsmessig, vil Folketrygdfondet også samarbeide med andre investorer for å ivareta sine aksjonærinteresser og sikre gjennomslag for sitt syn, slik at selskapet påvirkes til å rette opp eventuelle uakseptable forhold. Folketrygdfondet kan også selge seg ut av selskapet dersom nødvendige endringer ikke blir gjennomført.¹

Retningslinjene innebærer at Folketrygdfondet løpende skal foreta vurderinger av de selskaper som inngår i fondets portefølje, og aktuelle problemstillinger som skal vurderes ut fra de etablerte prinsippene for eierskapsutøvelsen.

Folketrygdfondet vil årlig rapportere om sin utøvelse av eierrettigheter. Rapporten vil redegjøre for hvilke aktiviteter Folketrygdfondet har utført for å ivareta sine eierinteresser, og vil bl.a. omfatte følgende:

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

Informasjonsinnhenting og selskapsdialog

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

I første fase av vurderingene gjennomgås selskapenes egenrapportering i form av årsrapporter, bærekraftsrapporter, internettsøk mv. Med utgangspunkt i denne informasjonen tilpasser Fol-

ketrygdfondet sitt standardiserte spørreskjema til det enkelte selskap, før skjemaet oversendes selskapet til besvarelse. Dette skjemaet omfatter temaer knyttet til selskapets overordnede prinsipper og retningslinjer i etiske spørsmål, ansvarsforhold, kommunikasjon og organisering av etikkarbeidet samt toppledelsens holdninger når det gjelder miljø, menneskerettigheter, korrupsjon og uetisk atferd. God selskapsledelse betraktes som et samspill mellom holdninger, prinsipper og retningslinjer innenfor en ramme av klare ansvarsforhold og styringssystemer. Folketrygdfondet legger derfor særlig vekt på disse tre hovedaspektene i henvendelsene til selskapene.

Høsten 2006 sendte Folketrygdfondet ut spørreskjema til 41 norske selskaper som fondet har eierinteresser i. Folketrygdfondet mottok svar fra 32 av selskapene. Resultatene er nærmere omtalt i Folketrygdfondets Eierskapsrapport 2007.

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

Folketrygdfondet vil følge opp selskapenes videre arbeid og utvikling knyttet til integrering og håndtering av miljø og sosiale forhold, og vil ta initiativ til ytterligere samtaler dersom det skulle oppstå et slikt behov. Folketrygdfondet vil i tiden framover arbeide videre med å etablere en dialog med de selskaper som ikke besvarte henvendelsen i 2006. På denne måten ønsker en å opprettholde fokus på selskapenes arbeid med etiske problemstillinger, og derigjennom bidra til økt bevissthet på området.

4.2.3 Utelukkelse av selskaper gjennom filtrering og uttrekk

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

- negativ filtrering for å fange opp selskaper som produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, og

¹ Folketrygdfondet har vedtatt at de etiske retningslinjene skal gjelde både for fondets aksjeplasseringer og for fondets renteplasseringer, selv om sistnevnte ikke gir eierrettigheter.

- uttrekk av selskaper hvis en investering utgjør en uakseptabel risiko for medvirkning til handlinger eller unnlatelser som må anses som grovt uetiske.

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

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

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

Filtrering

I Revidert nasjonalbudsjett 2004 er det listet opp hvilke typer våpen fondet ikke skal medvirke til produksjon av. Dette omfatter våpen som er forbudt i henhold til folkeretten, samt klasevåpen og kjernevåpen. Etikkrådet har inngått avtaler med to informasjonsleverandører som løpende overvåker om selskaper i fondets portefølje produserer slike våpen. I tillegg gjennomfører rådet egne søk i åpne kilder og i databaser som Jane's Information Group (en av verdens største informasjonskilder om forsvarsmateriell). Når rådet finner det sannsynlig at et selskap produserer våpen som gir grunnlag for filtrering, blir selskapet kontaktet og bedt om å kommentere rådets vurdering. Hvis selskapet bekrefter rådets opplysninger, avgir rådet en tilråding om å utelukke selskapet. Selskaper som ikke besvarer henvendelsen, blir anbefalt utelukket hvis rådets dokumentasjon viser at selskapet med stor sannsynlighet produserer våpen som er i strid med filtreringskriteriene.

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

Ad hoc uttrekk

Mens filtrering gjelder selskapenes produkter, gjelder uttrekk selskapenes produksjonsmetoder og atferd. Det eksisterer ingen samlet oversikt over selskapers medvirkning til brudd på menneskerettigheter, miljøskade, korrupsjon eller til andre brudd på etiske normer. Selskaper opplyser heller ikke selv om dette. Rådet gjennomfører derfor egne undersøkelser for å identifisere selskaper hvor det kan foreligge normbrudd.

Rådet har en avtale med en informasjonsleverandør om å overvåke alle selskapene i fondets portefølje for å avdekke mulige normbrudd. Informasjonsleverandøren gjør daglige søk i en rekke informasjonskilder og gir rådet et månedlig sammendrag over saker som kan være relevante i forhold til fondets etiske retningslinjer. Rådet blir også gjort oppmerksom på saker gjennom henvendelser fra nasjonale og internasjonale frivillige organisasjoner, eller gjennom forskningsrapporter, presseoppslag eller egne internettsøk. Det er likevel neppe mulig å fange opp alle selskaper som til enhver tid medvirker til grove normbrudd verden over.

I utvelgelsen av saker vil Etikkrådet bl.a. legge vekt på hvor grovt normbruddet er, om et selskap beskyldes for flere uetiske forhold, om det er sannsynlig at atferden vil fortsette, og om det er mulig å dokumentere de forholdene som selskapet er anklaget for. Hensikten er å identifisere selskaper der det er en uakseptabel risiko for at brudd på de etiske retningslinjene pågår og antas å ville fortsette framover.

Mange saker som Etikkrådet har til vurdering blir avsluttet allerede etter foreløpige undersøkelser. Selskaper som i første runde tas opp til en fullstendig vurdering, kan likevel bli trukket fram igjen hvis en blir kjent med nye forhold på et senere tidspunkt. Rådet prioriterer saker der en anbefaling om utelukkelse virker mest sannsynlig.

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

I samsvar med retningslinjene blir et selskap som Etikkrådet vurderer bør utelukkes kontaktet og bedt om å kommentere grunnlaget som anbe-

Boks 4.4 Utelukkelse av selskaper ved filtrering og ad hoc uttrekk

Filtrering

Selskaper skal utelukkes fra Statens pensjonsfond – Utland dersom de i henhold til de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland produserer «våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper».

I Revidert nasjonalbudsjett 2004 er det gitt en liste over våpen som per i dag vil inngå i denne kategorien våpen: kjemiske våpen, biologiske våpen, antipersonellminer, udetekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, klasebomber og kjernevåpen. Fondet skal ikke investere i selskaper som utvikler eller produserer sentrale komponenter til denne typen våpen. Finansdepartementet har utelukket 20 selskaper fra fondet etter dette kriteriet.

Ad hoc uttrekk

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

«Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnarbeid og annen utbytting av barn

Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner

Alvorlig miljøskade

Grov korrupsjon

Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer»

Sju selskaper er så langt blitt utelukket på grunn av risiko for medvirkning til henholdsvis grove eller systematiske brudd på menneskerettigheter og medvirkning til alvorlig miljøskade.

Tabell 4.1 Selskaper som er utelukket av referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland basert på negativ filtrering

Produkt	Dato	Selskap
Antipersonell landminer	26. april 2002	Singapore Technologies Engineering
Klasebomber	31. august 2005	Alliant Techsystems Inc, General Dynamics corporation, L3 Communications Holdings Inc., Lockheed Martin Corp., Poongsan Corp., Raytheon Co., Thales SA
	30. november 2006	Poongsan Corporation
	31. desember 2007	Hanwha Corporation
	31. desember 2005	BAE Systems Plc, Boeing Co., EADS Co ¹ , EADS Finance BV, Finmeccanica Sp. A., Honeywell International Corp., Northrop Grumman Corp., Safran SA., United Technologies Corp
Kjernevåpen	31. desember 2007	Gen Corp. Inc. Serco Group Plc.

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

Boks 4.4 (forts.)

Tabell 4.2 Selskaper som er utelukket av referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland basert på ad-hoc uttrekk

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

Kilde: Finansdepartementet.

falingen om utelukkelse bygger på. Selskapene kan også bli bedt om å besvare konkrete spørsmål. Etikkrådet legger vekt på å beskrive grunnlaget for tilråding om utelukkelse i detalj, og å gi grundig dokumentasjon. Framsatte påstander underbygges med konkrete kildehenvisninger, ofte fra flere kilder. I henvendelser til selskapene informeres det også om de etiske retningslinjene og at vedkommende selskap vurderes utelukket på bakgrunn av disse. Selskapene bes om å svare innen en viss tid. Rådets sekretariat har i flere saker hatt møter med selskaper som har ønsket å gi ytterligere informasjon. Kriteriene for utelukkelse og selskaper som er utelukket på bakgrunn av disse, er nærmere omtalt i boks 4.4.

Prosess og tidsbruk

Proessen knyttet til å anbefale at et selskap bør utelukkes, er både ressurs- og tidkrevende. Den kontinuerlige overvåkingen Etikkrådet gjennomfører omfatter alle selskaper fondet er investert i. I 2007 ble om lag 80 selskaper tatt opp til innledende vurdering. Kun et fåtall av slike saker vil lede til en tilråding om å utelukke et selskap. Det vil normalt ta mange måneder fra en sak tas opp til vurdering første gang til rådet avleverer en endelig tilråding til Finansdepartementet. Departementet vil deretter foreta en selvstendig vurdering av spørsmålet om utelukkelse. Dersom departementet beslutter å utelukke et selskap, vil beslutningen og den tilhørende tilrådingen fra

Etikkrådet bli offentliggjort først når Norges Bank har solgt sine verdipapirer i selskapet. Vurderingen i departementet samt nedsalgsperioden innebærer at det tar flere måneder fra en tilråding er avgitt til det blir offentliggjort at et selskap er utelukket.

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

4.2.4 Evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland*Målsetting og prosess*

I St.meld. nr. 24 (2006-2007) varslet Regjeringen at den ville foreta en evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland. Denne prosessen er nå satt i gang og skal fortsette ut 2008. Resultatet av evalueringen skal presenteres for Stortinget i meldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond våren 2009.

Hovedmålsettingen med evalueringen er å sikre at de etiske retningslinjene virker etter intensjonen, bevare bred politisk oppslutning om retningslinjene, samt fange opp innspill som kan være med på å styrke fondets etiske profil. Det skal også vurderes om det er behov for ytterligere harmonisering av de etiske retningslinjene for henholdsvis Statens Pensjonsfond – Utland og Statens Pensjonsfond – Norge.

Finansdepartementet arrangerte den 16.-17. januar en internasjonal konferanse i Oslo om integrering av etiske hensyn i kapitalforvaltning, som markerte starten på evalueringsprosessen. Konferansen ga nyttige innspill til flere temaer som vil bli berørt i den videre prosessen.

I forbindelse med evalueringen skal det gjennomføres en offentlig høring. Departementet vil sende ut et høringsnotat til en bred gruppe samfunnsaktører i løpet av våren 2008. Det tas sikte på å invitere høringsinstansene til et informasjonsmøte i forbindelse med at dette notatet sendes ut.

Som ledd i evalueringen vil det bli foretatt en ekstern vurdering av arbeidet Norges Bank og Etikkrådet har gjort i tråd med sine mandater, slik de er nedfelt i de etiske retningslinjene punkt 3 og 4. Finansdepartementet innhenter også en oppdatering av en tidligere vurdering knyttet til de økonomiske konsekvensene av såkalt positiv utvelgelse, dvs. at andre hensyn enn rent finansielle hensyn integreres som del av selve investeringsbeslutningen. Positiv utvelgelse er ikke et entydig begrep, men henspiller normalt på at forvalter søker etter investeringsobjekter basert på etiske kriterier. Det kan for eksempel skje gjennom å velge ut en bestemt andel av de mest etiske selskapene innen en bransje, eller ved å overvekte investeringer i bransjer som framstår som spesielt etiske.

De eksterne vurderingene vil inngå i grunnlaget for høringsnotatet, og vil være gjenstand for innspill fra høringsinstansene.

Særskilte temaer som vil bli vurdert i evalueringen

Basert på erfaringer som er gjort og innspill som departementet har mottatt, vil et relativt bredt utvalg av temaer bli berørt i evalueringsprosessen. Departementet vil bl.a. foreta en vurdering av hvilke produkter som skal føre til automatisk utelukkelse fra porteføljen. I den sammenheng er det særlig viktig å bevare en bred politisk enighet om hvilke retningslinjer som skal legges til grunn, slik at disse i størst mulig grad reflekterer viljen til eierne av fondet, det norske folk.

Departementet vil også se nærmere på arbeidet med aktivt eierskap, og vurdere hvordan dette best kan styrkes og synliggjøres. Muligheten for samspill mellom eierskap og utelukkelse av selskaper er også et tema som vil bli nærmere vurdert. Departementet legger til grunn at trusselen om utelukkelse i seg selv vil kunne øke muligheten for at fondet kan påvirke selskaper gjennom aktivt eierskap.

Positiv utvelgelse av selskaper i forkant av en investering ble ikke anbefalt som et virkemiddel for fondet da Graver-utvalget la fram forslag til dagens etiske retningslinjer. Det er flere grunner til dette, bl.a. at antallet selskaper fondet kan investere i vil kunne bli betydelig redusert og at fondets evne til å spre risiko vil kunne bli svekket. Videre kan det medføre et behov for at eierandelene i hvert selskap vil måtte økes, samtidig som mulighetene for å kjøpe og selge fritt reduseres. Utvalget anså at eierskap er et bedre virkemiddel for å oppnå positive endringer på ulike områder enn positiv utvelgelse. Finansdepartementet vil foreta en ny vurdering av denne problemstillingen i forbindelse med evalueringen av de etiske retningslinjene, bl.a. basert på den eksterne analysen nevnt ovenfor. Finansielle og etiske virkninger av å skille ut en liten del av fondet til et eget fond med positiv utvelgelse som virkemiddel i forhold til miljøinvesteringer vil bli vurdert spesielt.

Videreføring av prinsipper

Regjeringen legger stor vekt på å videreføre viktige elementer og prinsipper i dagens system, som har fungert godt. Det er viktig å bevare stor grad av åpenhet om forvaltningen av fondet og utøvelsen av de etiske retningslinjene. Det er videre viktig at mekanismen med å utelukke selskaper hviler på et ønske om å unngå egen medvirkning til grovt uetisk atferd. Det vil generelt bli lagt vekt på at beslutningsgrunnlaget i alle vedtak som fattes skal holde høy kvalitet. Eierskapsarbeidet må konsentreres omkring noen utvalgte områder for å sikre effektivitet og mulighet for samarbeid med andre investorer.

Fondet er et verktøy for sparing for framtidige generasjoner. Det er ikke aktuelt å foreta investeringer gjennom fondet som har et klart støtte- eller subsidie-element. Slik støtte må bevilges over statsbudsjettet og veies mot andre formål i budsjettprosessen.

De etiske retningslinjene og implementeringen av disse blir lagt merke til både av andre forvaltere og av selskaper, både nasjonalt og internasjonalt. Dette betyr at effekten av dem går lenger enn det arbeidet som gjøres gjennom Statens pensjonsfond, noe som igjen medfører et stort ansvar for å sikre åpenhet, grundighet og troverdighet.

For å bidra til moderat risiko ved investeringene, i tråd med Stortingets forutsetninger, skal investeringene i fondet spres så godt som mulig. Dette innebærer at fondet i utgangspunktet investerer i så å si alle børsnoterte selskaper av en viss

størrelse verden over, i til sammen mer enn 7 000 selskaper. Det vil dermed alltid være en risiko for at Statens pensjonsfond – Utland er investert i selskaper som det av ulike grunner vil kunne reises kritikk mot. Det er en utstrakt grad av åpenhet rundt alle sider av fondets virksomhet, herunder full offentliggjøring av alle fondets investeringer. En ønsket konsekvens av dette er at det vil komme innspill fra frivillige organisasjoner, media og andre om mulige kritikkverdige forhold i enkelt-selskaper. Slike innspill er bl.a. nyttige som del av informasjonstilfanget for eierskapsutøvelsen i Norges Bank og for Etikkrådets arbeid. Samtidig vil det ikke være mulig eller ønskelig å imøtekom-

me alle krav om å gripe inn. En viktig styrke ved de etiske retningslinjene ligger i at de implementeres på en forutsigbar og troverdig måte over tid. Dette innebærer at Norges Bank og Etikkrådet må få tilstrekkelig tid til å gjennomføre prosesser og vurderinger i aktuelle saker, herunder at selskapene må få mulighet til å gi sin versjon av saken, eller til å iverksette nødvendige tiltak. Bare ved en slik grundig behandling vil de etiske retningslinjene kunne få tyngde og gjennomslag også hos andre investorer, og slik få betydning utover den direkte effekten på fondets egne investeringer.

5 Rammeverket for forvaltningen

5.1 Innledning

Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland er regulert i lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond, forskrift av 22. desember 2005 nr. 1725, retningslinjer med utfyllende bestemmelser og en forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Rammeverket består av følgende hovedelementer: investeringsunivers, referanseportefølje og risikoramme for aktiv forvaltning (jf. omtale i kapittel 3), etiske retningslinjer (jf. omtale i kapittel 4) og krav til risikostyring, verddivurdering og resultatmåling.

I tråd med forskriftens § 7 skal Norges Bank påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner i forvaltningen av fondet. Det er i retningslinjene angitt særskilte krav til at styring, måling og kontroll av risiko skal være i henhold til beste praksis og internasjonalt anerkjente metoder.

I perioden 2006-2007 benyttet departementet ekstern bistand i kartleggingen av «beste markedspraksis» og «internasjonalt anerkjente standarder» for ulike risikoområder innen kapitalforvaltning. Kartleggingen inngår som en del av departementets arbeid med å operasjonalisere endringene i rammeverket for forvaltningen som ble omtalt i Nasjonalbudsjettet 2006, jf. avsnitt 5.3. Videre er det gjennomført en evaluering av risikostyringen innen Norges Banks kapitalforvaltning, jf. avsnittene 5.4 – 5.6.

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond – Norge på vegne av Finansdepartementet. Fra 1. januar 2008 ble Folketrygdfondet etablert som særlovselskap, jf. Stortingets behandling av Ot.prp. nr. 49 (2006-2007) Om lov om Folketrygdfondet. Finansdepartementet arbeidet høsten 2007 med å gjennomføre endringene i rammeverket for Folketrygdfondet slik det ble lagt til grunn i den nye loven om Folketrygdfondet, se nærmere redgjørelse i kapittel 1.5. I avsnitt 5.8 gjøres det nærmere rede for hva det nye rammeverket innebærer i form av nye krav bl.a. til risikostyring, internkontroll og rapportering, og håndteringen av dette i tilknytning til departementets oppfølging av den operative forvaltningen.

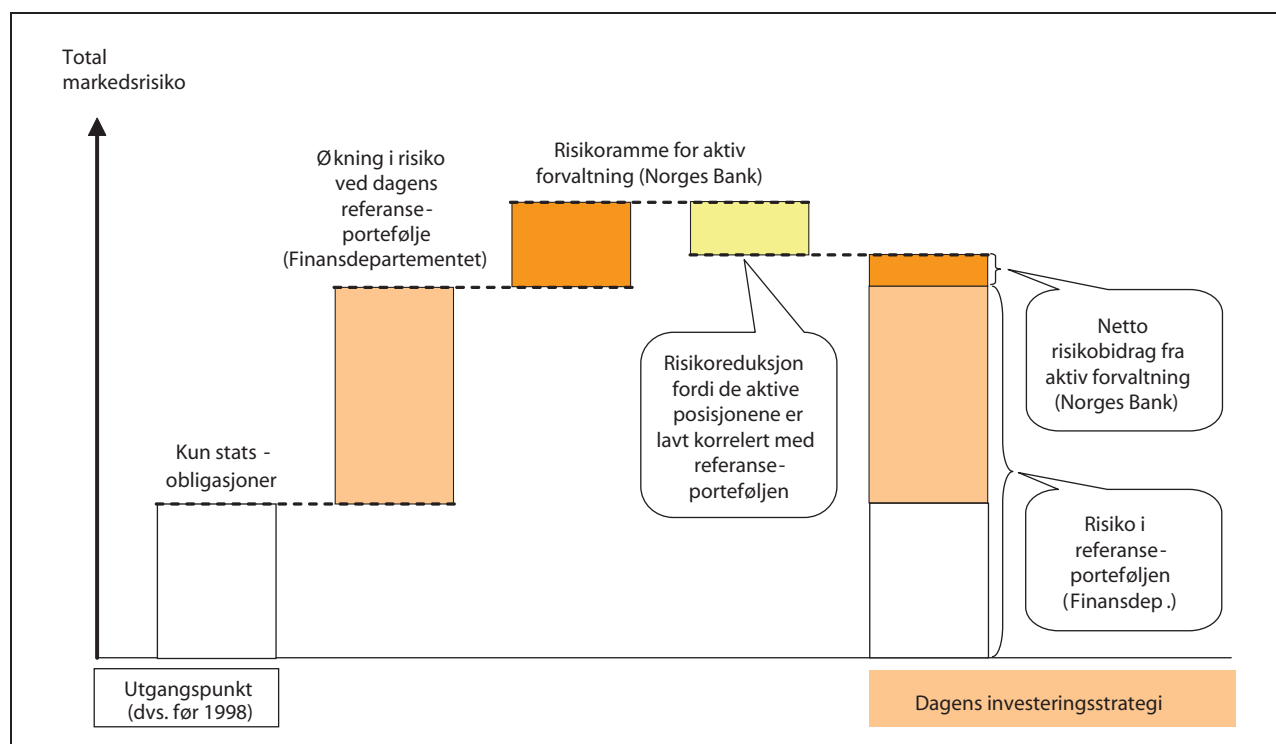
5.2 Risikobasert oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland

Kapitalen i Statens pensjonsfond vokser raskt. Samtidig er investeringsstrategien for fondet i stadig utvikling. Det skjer også store omlegginger i tilsynet med risikostyringen i finansforetak som en følge av nye regler både i Europa (EU-direktiv) og globalt (Basel II).¹ Departementet ser det som en viktig oppgave å påse at rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond løpende tilpasses denne utviklingen.

Departementets retningslinjer for hvordan midlene skal investeres bestemmer langt på vei Pensjonsfondets forventede avkastning og risiko, se nærmere utdyping i kapittel 2. Norges Banks aktive forvaltning har også gitt et betydelig bidrag til fondets totalavkastning, men risikoen som tas i den aktive forvaltningen har i liten grad økt fondets markedsrisiko utover det som følger av referanseporteføljen. Dette er illustrert i figur 5.1. Det begrensede bidraget til samlet risiko henger bl.a. sammen med at forvaltningen er lagt opp slik at avkastningen av de aktive posisjonene samvarierer lite med avkastningen av referanseporteføljen. Departementet har gitt Norges Bank en risikoramme for den aktive forvaltningen i form av en øvre grense for relativ volatilitet på fondsnivå. Det er ikke fastsatt spesifikke rammer for delporteføljer som f.eks. for hver aktivaklasse. En viktig del av den aktive forvaltningen til Norges Bank består derfor i å vurdere hvordan den overordnede risikorammen best kan fordeles på ulike strategier og mandater innen den aktive forvaltningen.

Finansdepartementet vedtok å utvide investeringsuniverset for Statens pensjonsfond – Utland med virkning fra 1. januar 2006, jf. omtale i Nasjonalbudsjettet 2006. På bakgrunn av råd fra Norges Bank i brev av 11. mars 2005 ble investeringsuniverset utvidet, bl.a. ved at særskilte grenser knyttet til kredittrisiko for obligasjoner ble fjernet

¹ Denne utviklingen er bl.a. beskrevet i kapittel 12 «Risikobasert tilsyn – utvikling av nytt verktøy» i Kredittilsynets publikasjon «Erfaringer og utfordringer jubileumsskrift – 20 år som integrert finanstillsyn».



Figur 5.1 Illustrasjon av total markedsrisiko i Statens pensjonsfond – Utland fordelt på strategisk aktivaallokering og ramme for aktiv forvaltning

Kilde: Finansdepartementet.

sammen med intervallet for renteporteføljens durasjon. Videre ble det gitt generell adgang til bruk av finansielle instrumenter som henger naturlig sammen med tillatte aktiva, herunder fondsandeler og råvarederivater. Siden er også adgangen til å investere i framvoksende markeder blitt utvidet.

Utvidelsene av investeringsuniverset gir Norges Bank større frihetsgrader i den aktive forvaltningen. De økte frihetsgradene er derfor supplert med utvidede krav i retningslinjene knyttet til risikostyring, verdivurdering, avkastningsmåling og rapportering. Departementets krav til styring av markeds-, motparts- og operasjonell risiko i retningslinjene er basert på overordnede prinsipper om at Norges Bank skal følge «beste markedspraksis» og «internasjonalt anerkjente standarder». Retningslinjene gir ikke anledning til å ta i bruk den utvidede investeringsadgangen dersom det ikke kan dokumenteres at banken minst følger internasjonalt anerkjente standarder og metoder:

«Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Fondet kan ikke investeres i markeder, aktivklasser eller instrumenter dersom oppfyl-

lelse av disse kravene ikke kan dokumenteres, (...).»

Departementet har tidligere, i forbindelse med utvidelsene av investeringsuniverset, varslet at det ville bli innført en risikobasert oppfølging av Norges Banks kapitalforvaltning. I Nasjonalbudsjettet 2006 heter det bl.a.:

«Norges Bank driver spesialisert forvaltning. Departementet skal gjennom å stille krav til rapportering lettere kunne identifisere områder der en ved hjelp av eksternt ekspertise kan evaluere Norges Banks overholdelse av påleggene i rammeverket. Departementet legger opp til regelmessige, omfattende gjennomganger av forvaltningen og spesielt risikostyringen til Norges Bank i samarbeid med konsultantselskaper med egnet spesialkompetanse. Departementet vil i egnede dokumenter rapportere om dette til Stortinget».

Høsten 2006 ble det første prosjektet for risikobasert oppfølging av Norges Banks kapitalforvaltning basert på de nye kravene i rammeverket igangsatt. Etter en forutgående anbudskonkurranse valgte Finansdepartementet en internasjonal gruppe fra selskapet Ernst & Young LLP (Lon-

don/Zürich/New York) til å gjennomgå risikostyringen og kontrollrutinene i Norges Bank. Prosjektet bestod av følgende milepæler:

1. Foreslå en konkret referanseramme for «beste markedspraksis» og «internasjonalt anerkjente standarder» innen relevante områder som bl.a. operasjonell risiko og modellering av markeds-, kreditt- og motpartsrisiko.
2. Utarbeide et spørreskjema som skal brukes av Norges Bank til å gjennomføre en egenevaluering av risikostyringen og kontrollrutinene innen kapitalforvaltningen.
3. Gjennomføre en tredjeparts evaluering av Norges Banks systemer for risikohåndtering i kapitalforvaltningen basert på resultatene og oppfølgingen av Norges Banks egenevaluering.
4. Utarbeide en sluttrapport med anbefalinger og en liste over områder som departementet bør prioritere i den videre oppfølgingen av kapitalforvaltningen.

Det framgår av kapittel 1 at det ligger viktige stabiliserings- og pengepolitiske hensyn bak fondsmekanismen og handlingsregelen for innføring av statens petroleumsinntekter i norsk økonomi, jf. boks 1.1. Regjeringen legger videre vekt på at det skal være bred politisk enighet om investeringsstrategien for de betydelige beløp som for-

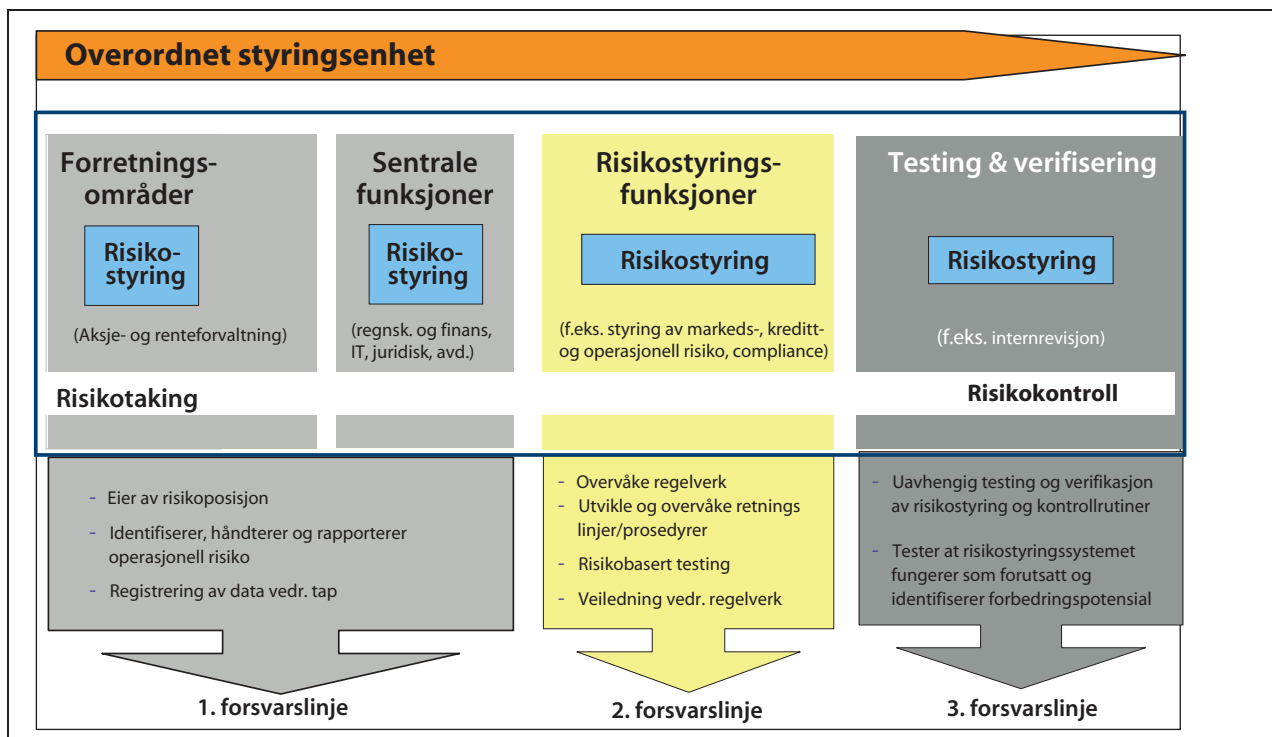
valtes i fondet. Disse forhold medfører at Statens pensjonsfond – Utland avviker en del fra andre store internasjonale fond når det gjelder tilflyten av kapital og organiseringen av forvaltningen.

Forskjellene fra andre fond medfører at det kan være vanskelig å definere en relevant sammenlikningsgruppe for fondet. På grunn av frihetsgradene innen aktiv forvaltning og Norges Banks utstrakte bruk av internasjonale kapitalforvaltere, finner departementet det naturlig å legge beste praksis blant store internasjonale kapitalforvaltere og investeringsbanker til grunn for operasjonaliseringen av kravene til risikostyring og kontroll i rammeverket. Ernst & Young ble derfor bedt om å legge dette til grunn ved utarbeidelsen av referanserammen i prosjektet.

Finansdepartementet mottok sluttrapport for dette prosjektet i juli 2007. Rapporten er tilgjengelig på Finansdepartementets hjemmeside på internett.

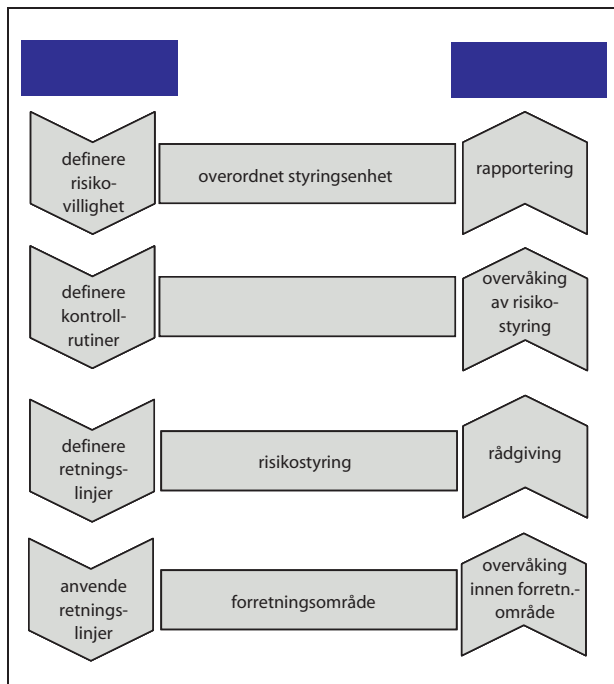
5.3 Referanserammen for beste markedspraksis og internasjonalt anerkjente standarder som brukes i Ernst & Young-rapporten

Ernst & Young har i rapporten beskrevet hvordan risikostyringen i ledende finansinstitusjoner er or-



Figur 5.2 Et system for risikostyring langs tre forsvarslinjer

Kilde: Ernst & Young og Finansdepartementet



Figur 5.3 Illustrasjon av normal arbeidsdeling mellom de involverte organisasjonsenhetene ved fastsettelse av risikogrenser og gjennomføring av tilhørende tiltak for oppfølging og overvåking

Kilde: Ernst & Young og Finansdepartementet

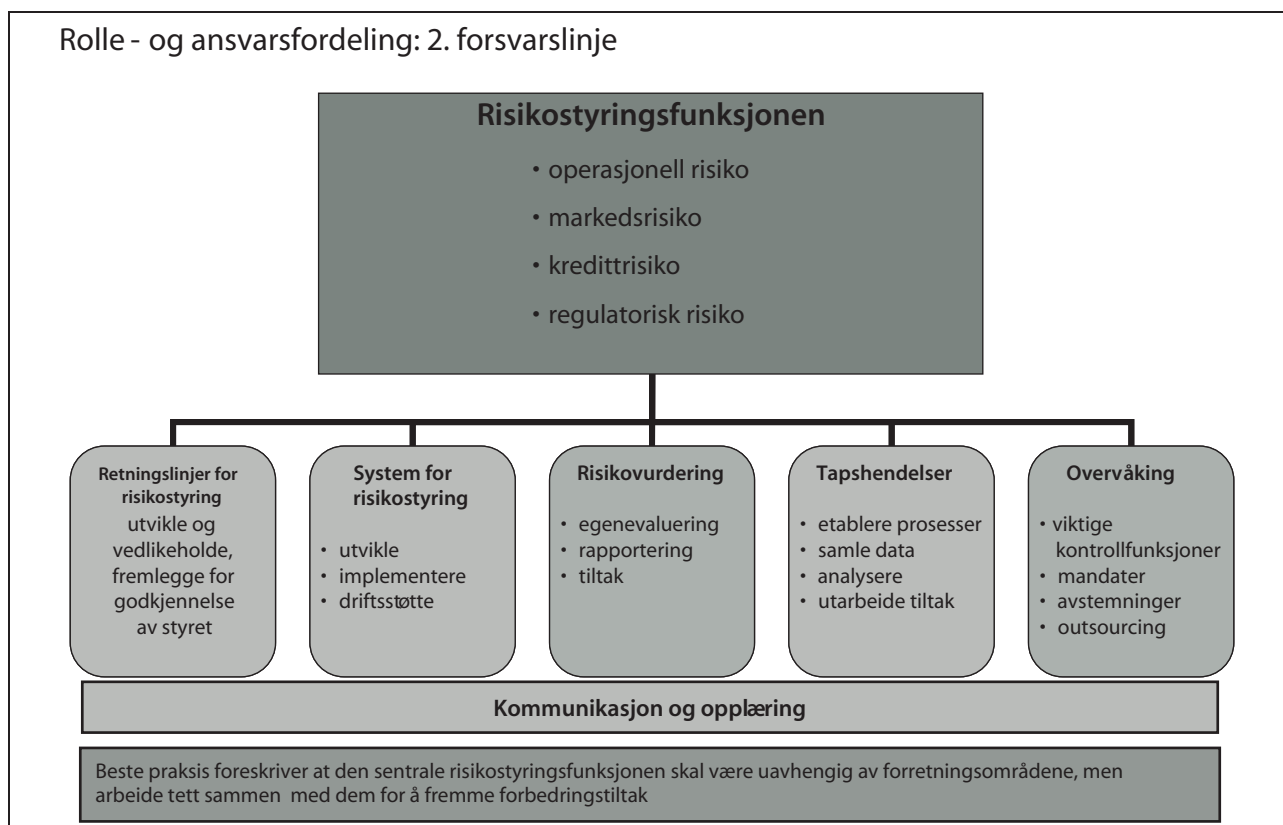
ganisert, hvilke hovedområder som inngår og prinsipper for beste praksis innenfor hvert hovedområde. Nedenfor følger et sammendrag.

Organisering av risikostyringen

Ifølge Ernst & Young, er det vanlig at tilsynspliktige finansinstitusjoner organiserer rolle- og ansvarsdelingen innenfor risikostyringssystemet langs «tre forsvarslinjer» («the 3 Lines of Defence Model»), se illustrasjon i figur 5.2:

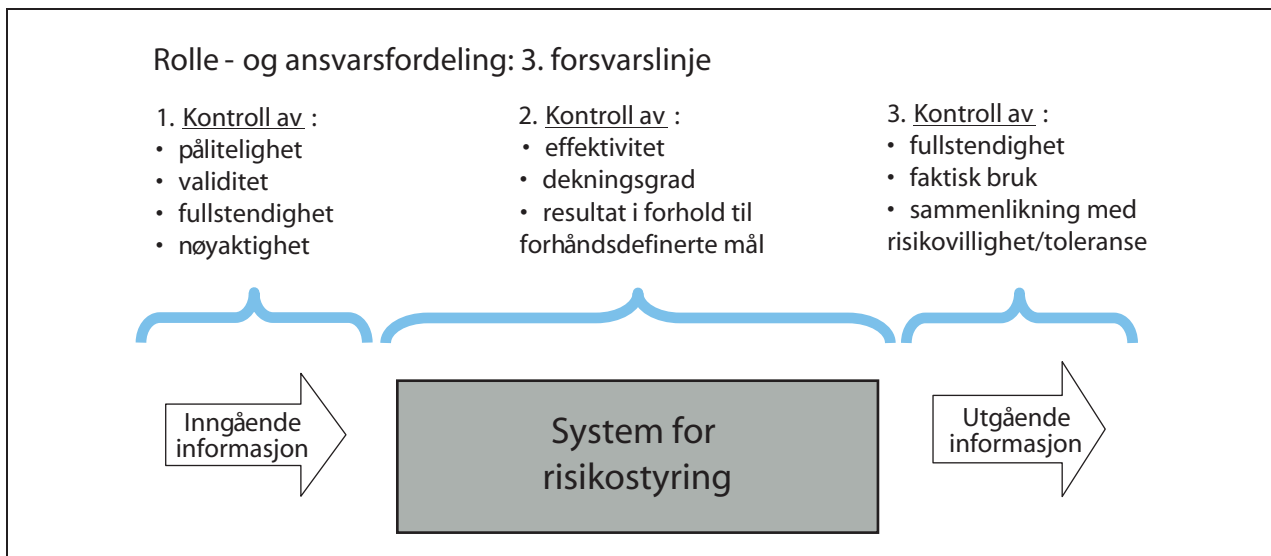
1. *forsvarslinje*: kontrollaktiviteter som gjennomføres innen forretningsområdene, f.eks. innen aksje- og renteforvaltningen.
2. *forsvarslinje*: kontrollaktiviteter som gjennomføres av en sentral risikostyringsenhet.
3. *forsvarslinje*: kontrollaktiviteter for å verifisere at risikostyringen fungerer som forutsatt. Disse utføres av en uavhengig enhet (normalt internrevisjonen).

Normalt vil ansvaret for organiseringen av disse tre forsvarslinjene ligge hos «en overordnet styringsenhet». Avhengig av organisasjonsform vil dette kunne være styret, konsernledelsen, styringskomiteer eller andre styrende organer i en



Figur 5.4 Typiske nøkkelfunksjoner til 2. forsvarslinje

Kilde: Ernst & Young og Finansdepartementet



Figur 5.5 Typiske nøkkelfunksjoner til 3. forsvarslinje

Kilde: Ernst & Young og Finansdepartementet

forvaltningsinstitusjon. For en enkeltinstitusjon vurderes dette ut fra hvem som oppfyller følgende kriterier:

- Har et formelt ansvar for kapitalforvaltningen.
- Er i stand til å gjennomføre uavhengig tilsyn med den daglige driften av kapitalforvaltningen.
- Er ansvarlig for å utvikle, implementere og kommunisere detaljerte retningslinjer som presiserer alle viktige prinsipper i risikostyringssystemet.
- Påser at risikovillighet (uttrykt ved risikogrenser eller toleranseverdier) spesifiseres med passende detaljeringsnivå og i tråd med risikoviljen til eier.
- Påser at risikogrenser (eller toleranseverdier) ikke brytes ved å sikre at det eksisterer hensiktsmessige overvåkings- og rapporteringsrutiner.

Figur 5.3 illustrerer en normal ansvarsdelegering nedover i organisasjonen og de tilhørende tiltak for overvåking og rapportering i motsatt retning. Den som delegerer en oppgave nedover i organisasjonen, vil fortsatt være ansvarlig for resultatene og må derfor sørge for en tilstrekkelig oppfølging og overvåking av de underliggende enhetene.

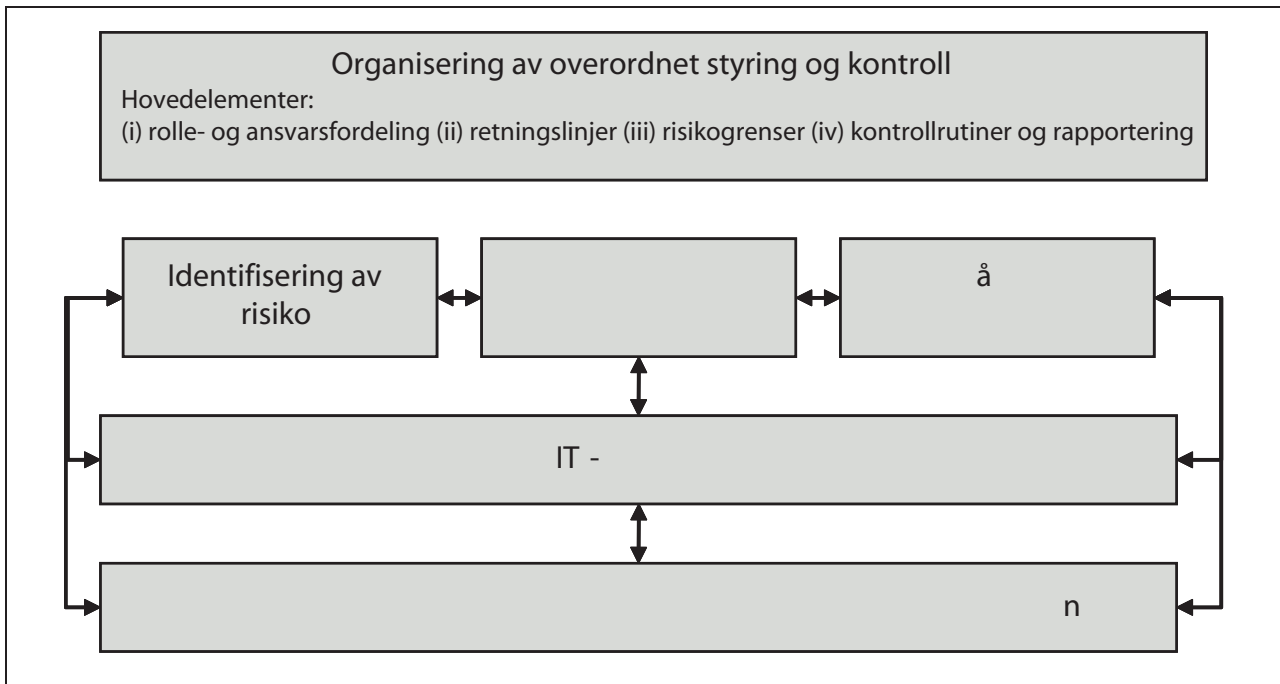
Figurene 5.4 og 5.5 gir en oversikt over typiske nøkkelfunksjoner som ligger i hhv. 2. og 3. forsvarslinje.

Hovedområder innen risikostyringen

Basert på Ernst & Youngs erfaringer innen finanssektoren synes det naturlig å dele en kapital-

forvalters system for risikostyring inn i seks hovedområder, jf. figur 5.6:

1. *Organisering av overordnet styring og kontroll («governance»)*: Overordnet styring og kontroll defineres som styrets eller ledelsens interne retningslinjer for å sikre identifisering av alle typer risiki som er relevante for organisasjonen. Videre må det være dekkende prosesser, prosedyrer, systemer og kontrollrutiner for å sikre måling, rangering, overvåking, styring og rapportering av denne risikoeksponeringen.
2. *Identifisering av risiko*: En prosess for strukturerte gjennomganger av organisasjonens risikoeksponering («Hva kan gå galt?»).
3. *Måling og rangering av risiko*: Modeller, systemer og metoder for å rangere de ulike typene av identifiserte risiki i henhold til deres betydning.
4. *Overvåking og styring av risiko*: Med overvåking av risiko menes en prosess hvor identifisert risikoeksponering og effekten av kontrolltiltak som er iverksatt for å minimere denne eksponeringen, overvåkes løpende. Med risikostyring menes en prosess hvor løpende beslutninger tas om en gitt risikoeksponering skal aksepteres eller kontrolleres straks den er blitt identifisert og rangert.
5. *IT-systemer*: Tekniske systemer som understøtter prosessene for identifisering, måling, rangering, overvåking, styring og rapportering av risiko.



Figur 5.6 Hovedområder i et risikostyringssystem

Kilde: Ernst & Young og Finansdepartementet

6. *Risikorapportering og aggregering av relevant ledelsesinformasjon:* Prosesser hvor organisasjonens risikoprofil (f.eks. aktuell risikoeksponering og effektiviteten til iverksatte kontrolltiltak) konsolideres og rapporteres innen organisasjonen og til de styrende organer.

Prinsipper for beste markedspraksis

Ernst & Young har sammenfattet beste markedspraksis ved å definere prinsipper for risikostyring som bør være oppfylt.

Boks 5.1 viser noen utvalgte eksempler på slike prinsipper. For en mer utførlig beskrivelse vises det til rapporten fra Ernst & Young.

5.4 Ernst & Youngs kommentarer til risikostyringen innen Norges Banks kapitalforvaltning

Ernst & Young peker på at Norges Bank er blitt tildelt en meget kompleks oppgave. Bankens oppdrag består i å bygge opp en profesjonell forvaltningsorganisasjon for et fond som vokser meget hurtig, som gradvis utvider investeringsuniverset og som anvender stadig mer sofistikerte strategier for å oppnå meravkastning. I rapporten vises det til at Norges Bank har levert konsistent gode

finansielle resultater innenfor rammen for relativ volatilitet som departementet har fastsatt. Ett av hovedformålene med departementets sammenlikning av Norges Banks risikostyring med beste markedspraksis blant finansinstitusjoner internasjonalt var å identifisere områder med potensial for forbedringer. Det følger derfor at anbefalingene i rapporten fokuserer nettopp på bankens forbedringspotensial.

Nedenfor gis et sammendrag av anbefalingene innenfor følgende fem områder: I) overordnet styringsstruktur, II) operasjonell risiko, III) markedsrisiko, IV) kredittrisiko samt V) verddivurdering og avkastningsmåling.

I) Overordnet styringsstruktur

Forvaltningsmodellen for Statens pensjonsfond – Utland er basert på en klar arbeidsdeling mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Anvendelse av referanserammen for risikostyring, slik den er beskrevet i avsnitt 5.3, ga derfor en særlig utfordring i å identifisere den overordnede styringsenheten for fondet. Ernst & Young kom fram til følgende beskrivelse:

«Fem forskjellige overordnede styringsenheter er relevante for NBIM's rammeverk og risikostyring:

Boks 5.1 Utvalgte prinsipper for beste markedspraksis

Overordnet styring og kontroll

Prinsipp: Den overordnede styringsenheten må bestå av personer som har relevante kvalifikasjoner og ekspertise til å følge opp funksjonsevnen til risikostyringssystemet, fastsette grenser for risikoappetitt/-toleranse og å vedlikeholde hensiktsmessige prosedyrer for overvåking av brudd eller uvanlige hendelser i forhold til disse risikogrensene.

Prinsipp: Slike grenser for risikoappetitt/-toleranse må defineres i form av risikomål for alle viktige risikoklasser som er operasjonaliserbare i praksis.

Operasjonell risiko

Prinsipp: Det er innført en veldokumentert metode for å identifisere operasjonell risiko. Analyser gjennomføres både med «bottom up»- og med «top-down»-perspektiv.

Prinsipp: Tapshendelser bør registreres, vurderes og analyseres slik at det etableres en prosess for tilbakemeldinger hvor tapsdata brukes til verifikasjon av kvaliteten på tidligere vurderinger av risiko og funksjonsevnen til kontrolltiltak.

Markedsrisiko

Prinsipp: Organisasjonen må bruke standard metoder for risikoidentifisering og -måling som omfatter de viktigste forklaringsfaktorene for markedsrisiko. Det forventes at det brukes metoder som Value-at-Risk (VaR), marginal VaR og relativ volatilitet når dette passer. I tillegg må det tas hensyn til andre risikofaktorer som risiko ved ekstreme hendelser («event risk», gir store bevegelser i markedsrisikofaktorer innen et

kort tidsintervall), «likviditetsrisiko» og risiko ved uventede reduksjoner i løpetiden for rentepapirer («prepayment risk») når dette er påkrevd.

Prinsipp: Det bør gjennomføres stresstesting for å kvantifisere tap i ekstreme markedssituasjoner. I tillegg bør det gjennomføres sensitivitetsanalyser for å beregne:

- Endringer i verdien av en posisjon/hele porteføljen ved endringer i faktorer for markedsrisiko,
- Endringer i porteføljeverdien som følge av at flere risikofaktorer endrer seg samtidig.

Kredittrisiko

Prinsipp: Elementer av kredittrisiko må klart defineres og identifiseres på nivåene for enkelttransaksjoner, for hver motpart og for porteføljen.

Prinsipp: Organisasjonen må ha informasjonssystemer og analytiske verktøy som muliggjør en effektiv måling av alle dimensjoner av motparts- og konsentrasjonsrisiko.

Verdsettelse og avkastningsmåling

Prinsipp: Det må klart defineres hva som er akseptable kilder for prisinformasjon. Det må foreligge veldefinerte og godkjente prosedyrer for å identifisere uventede bevegelser i priser.

Prinsipp: Innhenting og validering av verdipapirpriser skal gjennomføres av en operasjonell enhet som er fullstendig uavhengig av de ulike forretningsområdene innen forvaltningen («front office»).

- Stortinget ved å gi sin tilslutning til vesentlige strategiske beslutninger og til retningslinjer som definerer brorparten av fondets forventede avkastning og markeds- og kredittrisiko. Stortinget har delegert fondsforvaltningen til Finansdepartementet.
- Finansdepartementet som definerer de viktigste rammene for fondsforvaltningen inklusive referanseportefølje, maksimalt forventet avvik som tillates fra referanseporteføljen og andre spesifikke kriterier for kapitalforvaltningen (inklusive investeringsuniverset). Den operative forvaltningen av fondet er delegert til Norges Banks hovedstyre.
- Norges Banks representantskap som rapporterer direkte til Stortinget, fører tilsyn med Norges Banks virksomhet og påser at regelverket for bankens virksomhet overholdes. Representantskapet har 15 medlemmer, alle valgt av Stortinget. Ansvarsområdet omfatter formell godkjenning av bankens regnskaper, godkjenning av bankens budsjetter, ansettelse av sentralbankrevisor og utarbeidelse av revisjonsinstruks for Norges Banks revisjon.

- Norges Banks hovedstyre. Sentralbanksjefen (som også er leder av hovedstyret) har delegert fondsforvaltningen til Norges Bank Investment Management (NBIM), kapitalforvaltningsenheten innen Norges Bank. NBIM forvalter også hoveddelen av Norges Banks valutareserver og Statens petroleumforsikringsfond. Hovedstyret fastlegger retningslinjer for områder som er felles for alle forretningsområdene som bl.a. prinsipper for internkontroll og IT-sikkerhet. Deler av kravene til risikostyring som NBIM er underlagt, er derfor en del av bankens felles rammeverk. Hovedstyret fastsetter strategiske planer og mål for NBIM, legger frem forslag til årlig budsjett og handlingsplan for representantskapet og overvåker utviklingen i NBIMs resultater og vesentlige organisatoriske endringer i forhold til budsjett og handlingsplaner.
- NBIMs ledergruppe som har delegert ansvar for en stor andel av de detaljerte retningslinjene som gjelder for forvaltningen av SPU, bl.a. for operasjonell risiko.»

Det gis 13 anbefalinger vedrørende overordnet styringsstruktur. Disse er gjengitt i tabell 5.1.

Tabell 5.1 Ernst & Youngs anbefalinger vedrørende overordnet styringsstruktur

Område/Anbefalinger

Rolle og ansvar

Ansvaret til hver av de overordnede styringsenhetene («governing bodies») for markeds-, kreditt- og operasjonell risiko bør beskrives og dokumenteres mer detaljert.

Krav til risikoovervåking og rapportering bør beskrives mer spesifikt for hver overordnet styringsenhet, og disse kravene må være tilpasset til den enkelte styringsenhetens ansvar.

Rapporteringen må være tilstrekkelig (omfang og hyppighet) til at hver styringsenhet rutinemessig kan demonstrere at den opererer innenfor et rammeverk som gir en adekvat overvåking og oppfølging av styringsenhetens rolle og ansvar.

Kraftig vekst i fondets kapital og økning i kompleksitet i investeringsporteføljen gir stadig større utfordringer for styringsstruktur og oppfølging. Det er derfor viktig at styringsenhetene har tilgang til adekvat og uavhengig teknisk ekspertise innen kapitalforvaltning. Styrkingen av Norges Bank revisjon bør kunne gi utvidet adgang til slik ekspertise. Det anbefales også å etablere et internasjonalt ekspertpanel, tilgjengelig for departementet og/eller representantskapet, for å gi uavhengige råd om beste praksis og utfordringer sett i forhold til NBIM på tilsyns- og risikostyringsområdet.

Retningslinjer for risikostyring

Det anbefales en mer detaljert definisjon av eskaleringsprosedyrer for hver risikogruppe som bl.a. bør inneholde kriterier for hvilke og hvordan signifikante avvik skal bli rapportert direkte til relevant overordnet styringsenhet.

Eskaleringsprosedyrer og signifikansnivå for overvåking og rapportering av operasjonell risiko bør defineres og godkjennes av de relevante styringsenhetene. «Signifikante hendelser» bør defineres formelt av hovedstyret og ledergruppen i NBIM og kommuniseres til alle ledd innen forretningsområdene.

Det anbefales regelmessige uavhengige gjennomganger av eskaleringsprosessene på tvers av risikogrupper for å sikre at de virker etter hensikten.

Risikoappetitt/toleranse

Risikoappetitt for hver risikogruppe (operasjonell, markeds- og kredittrisiko) må defineres og godkjennes av den overordnede styringsenheten som har primæransvaret for den relevante risikogruppen.

Det anbefales at det utarbeides klare og spesifikke utsagn om toleransegrenser under innføringen av det nye rammeverket for operasjonell risiko.

Det anbefales en mer finmasket avgrensning av appetitt for markeds- og kredittrisiko, for eksempel ved bruk av grenser under stressscenarier. Dette er særlig relevant hvis større deler av det godkjente investeringsuniverset faktisk tas i bruk, noe som muliggjør investeringer i mer risikofylte OTC-produkter og en strategi med større fokus på aktiv forvaltning og absolutt avkastning.

Tabell 5.1 Ernst & Youngs anbefalinger vedrørende overordnet styringsstruktur

Område/Anbefalinger

Verifikasjon og rapportering

Ernst & Young framhever den positive effekten som NBIMs tiltak for å rekruttere en Chief Financial Officer (CFO) og en Chief Credit Officer (CRO) vil ha for den andre forsvarslinjen.

Det anbefales at RPA funksjonen bør gis en høyere profil og et bredere mandat i forhold til uavhengig overvåking og rapportering av risikoposisjoner. Styrking av ledelsen (CFO/CRO) og et videre mandat bør gjøre det mulig for NBIM å rekruttere og å holde på en kritisk masse av risikospesialister som er i stand til å gi en konstruktiv og uavhengig risikovurdering i forhold til forretningsområdene.

Det gis positiv omtale av de planlagte endringene i revisjonsordningen som gir revisor økt tilgang til egnet kapitalforvaltningsekspertise, og dermed økte muligheter til å identifisere risikable områder og å utfordre forretningsområdene. I tillegg anbefales det at bredde og dybde i revisjonens gjennomganger av internkontrollen økes til et nivå tilsvarende internasjonale standarder som SAS70.

Kilde: Ernst & Young og Finansdepartementet

II) Operasjonell risiko

Norges Bank var i ferd med å utarbeide et helt nytt rammeverk for operasjonell risiko da Ernst & Youngs gjennomgang pågikk. Departementet fant det ikke hensiktsmessig å benytte ressurser på å evaluere det eksisterende systemet siden dette ble faset ut i løpet av 2007.

Det gis 15 anbefalinger vedrørende det nye rammeverket for operasjonell risiko, som banken implementerte i 2007. For en nærmere redegjørelse vises det til rapporten fra Ernst & Young.

III) Markedsrisiko

Ernst & Young framhever at NBIMs risikorapportering på organisasjonens intranett er i tråd med beste markedspraksis både når det gjelder online funksjonalitet og innhold. Det bemerkes imidlertid at funksjoner som typisk bør ligge i en helt uavhengig risikostyringsenhet (se beskrivelse av 2. forsvarslinje i figur 5.4), i Norges Bank ikke bare utføres av RPA-enheten (dvs. den uavhengi-

ge enheten for Risk, Performance og Accounting), men også av enheter for støtte- og analysefunksjoner som ligger under Chief Operating Officers innen hvert av forretningsområdene. Ernst & Young stiller spørsmålsteget ved om sistnevnte risikostyring skjer tilstrekkelig uavhengig av forretningsområdene. Bakgrunnen for dette er at hver Chief Operating Officer har doble rapporteringslinjer: generelt rapporteres det til leder av forretningsområdet, men for risikostyringsfunksjonen rapporteres det direkte til leder av NBIM.

Det pekes videre på at ressursene til den uavhengige risikostyringsenheten RPA ikke var optimale på tidspunktet for Ernst & Youngs gjennomgang siden flere medarbeidere i denne enheten nettopp hadde sluttet. Selv om Ernst & Young viser forståelse for at NBIM midlertidig ble nødt til å bruke innleid arbeidskraft fra et eksternt konsulentfirma, så understrekes det at en slik strategisk og sentral kontrollfunksjon som RPA ikke bør settes bort til en eksternt tilbyder.

Det gis ti anbefalinger vedrørende markedsrisiko. Disse er gjengitt i tabell 5.2.

Tabell 5.2 Ernst & Youngs anbefalinger vedrørende markedsrisiko

Område/Anbefalinger

Organisering av overordnet styring og kontroll («governance»)

Gitt den relativt begrensede størrelsen på dagens aktive portefølje («alfa posisjonene»), så er dagens bruk av relativ volatilitet som et risikobudsjett en passende metode. Dersom alfa posisjonene utvides i framtiden, så anbefales det at risikorammen defineres ved et sett av mer finmaskede begrensninger som sikrer større transparens rundt faktisk risiko. Slike begrensninger kan være grenser for Value at Risk og eksponering i forhold til geografi, kredittvurderingskarakterer (ratingklasser), segmenter av rentekurven, relevante instrumenttyper og systematiske risikofaktorer som markedsbaserte kredittrisikopremier («credit spreads») og valutakurser og risikogrenser basert på stresstester.

Uansett hvordan en velger å definere risikorammen, så må integriteten til rapportering vedrørende utnyttelse av denne risikorammen sikres ved at en reelt uavhengig enhet for kvalitetssikring etterprøver at informasjonen er rettidig, korrekt og fullstendig. Det anbefales derfor at RPA-funksjonen styrkes med et passende mandat, nødvendige ressurser og faglig kompetanse for effektivt å kunne utfordre porteføljeforvalternes modelleringsmetoder og verdivurderinger. NBIMs ledelse må også sørge for at RPA-funksjonen er fullstendig uavhengig av forretningsområdene når det gjelder data for verdsettelse og modelleringsekspertise.

Ernst & Young skriver at NBIMs ledelse trolig er klar over disse begrensningene og har gjennomført tiltak for å reorganisere RPA-funksjonen. Rekrutteringen av nye risikoanalytikere er supplert med organisatoriske endringer, inklusive rekruttering av en ny CFO (allerede ansatt) og en CRO.

Identifisering av risiko

Det anbefales at prosessen for godkjenning av nye instrumenter formelt eies av CFO/CRO i framtiden. I lys av muligheten for at hele det godkjente investeringsuniverset kan bli utnyttet i framtiden, hvilket kan innebære at risikofylte OTC produkter brukes som et ledd i mer aktive strategier som fokuserer på absolutt avkastning, må prosessen for godkjenning av nye instrumenter definere et sett med risikogrenser (inklusive grenser basert på stresstester) som er tilpasset en slik utvikling.

Måling og rangering av risiko

Det anbefales å innføre mer formelle og systematiske stresstester basert på forhåndsdefinerte scenarier. Det anbefales at risikostyringsfunksjonen og forretningsområdene utarbeider et sett med relevante stressscenarier som er kompatible med eksisterende systemstøtte, slik at fondets porteføljeegenskaper kan analyseres under slike vanskelige forhold. Stressscenariene bør også brukes som et ledd i definisjonen av risikoappetitt, for eksempel ved å innføre separate grenser for eksponering og Value at Risk for slike ekstremisituasjoner.

Fondets langsiktige natur, den permanente tilflyten og NBIMs mandat impliserer at likviditetsrisiko som følge av en plutselig endring i strategi eller tvangssalg, er relativt liten. NBIMs behov for å rapportere likviditetsrisiko er derfor mindre enn for andre mer tradisjonelle kapitalforvaltere.

Ernst & Young mener imidlertid at rapportering av Value-at-Risk tall er ufullstendig uten en tilhørende referanse til fondets eksponering mot likviditetsrisiko og at dette kan bli feiltolket. Value-at-Risk tall gir ingen informasjon om tapsrisiko knyttet til salg av aktiva i illikvide markeder, men er laget for å indikere tap i markedsverdi innenfor en gitt tidshorisont. Pga. fondets størrelse er det sannsynlig at investeringsporteføljen inneholder posisjoner som vil kunne gi store negative markedspåvirkninger dersom de må avvikles innen den tidshorisonten som brukes i Value-at-Risk beregningen. Som en konsekvens kan en Value-at-Risk rapport lett bli feiltolket som et maksimalt tap (gitt de vanlige betingelsene for tidshorisont og konfidensintervall), mens tapet med en faktisk avslutning av posisjonene kan bli signifikant høyere.

Det anbefales derfor at informasjon om likviditetsrisiko inkluderes i rapporter til de overordnede styringsenhetene inklusive departementet, differensiert etter likviditetsrisiko knyttet til henholdsvis referanse-porteføljen og de aktive posisjonene. Det anbefales også at det skrives en fotnote til Value-at-Risk tall for å synliggjøre begrensningene og forutsetningene som ligger bak tallene for mindre informerte lesere.

Tabell 5.2 Ernst & Youngs anbefalinger vedrørende markedsrisiko

Område/Anbefalinger

Overvåking og styring av risiko

Basert på fondets størrelse i dag, dets hurtige vekst, dets ekspansjon både i forhold til instrumentbruk og geografisk lokalisering av kontorer, og utfordringene som økningen i antall ansatte medfører, anbefales det mer detaljerte definisjoner av ansvar for markedsrisiko. De nylig oppdaterte stillingsbeskrivelsene og mandater for Chief Investment Officers og Chief Operating Officers og den nye stillingsinstruksen for lederen av RPA er et skritt i riktig retning. Det er imidlertid mulig å gjøre ytterligere forbedringer i dokumentasjonen av ansvarsforholdene for risikostyringen.

Den prognostiserte veksten i fondet framhever viktigheten av en robust og uavhengig RPA-funksjon med adekvat kompetanse til å sikre integritet i prosessene for overvåking av markedsrisiko og en permanent kvalitet i forvaltningen av fondet. Som tidligere nevnt anbefales det derfor at RPA-funksjonen gjenoppbygges og styrkes så snart som mulig, utstyrt med et passende mandat samt tilstrekkelige ressurser og kompetanse.

IT-systemer

Ingen

Risikorapportering og aggregering av relevant ledelsesinformasjon

Det anbefales en utvidelse av de formelle krav til RPAs risikorapportering for å sikre at de dekker all nødvendig rapportering for å gi lederen av NBIM et uavhengig perspektiv på fondets nåværende risikoprofil og utsikter.

Hvis en utvidet bruk av det tillatte investeringsuniverset inkluderer aktiva som det ikke finnes referanseindekser for eller hvor det ikke gir mening å bruke slike indekser, anbefales det en utvidelse av risikoinformasjonen som rapporteres til departementet. Dette kan gjøres ved å inkludere «Expected Shortfall» eller Value-at-Risk for alle porteføljer, og det vil gi investor en mer meningsfull analyse av den absolutte, risikojusterte avkastningen. Avhengig av kompleksiteten i slike (eksotiske) produkter bør rapportering også inkludere informasjon om eksponering i forhold til spesifikke risiki og grenser gitt ulike stressscenarier.

Kilde: Ernst & Young og Finansdepartementet

IV) Kredittrisiko

Generelt pekes det på at dagens retningslinjer for kredittrisikostyring er adekvate, gitt mandatet og den begrensede bruk av frihetsgradene i den aktive forvaltningen. Det påpekes imidlertid at risikoovervåkingssystemet til NBIM kun fanger opp endringer i kredittrisikopremier og ikke konsekvensene av konkurs. Systemet er derfor særlig egnet til å overvåke kortsiktige posisjoner i likvi-

de obligasjoner. For mer omfattende investeringsstrategier i kredittobligasjoner og tilhørende derivater anbefales det å bruke et fullverdig kredittporteføljesystem.

NBIMs planlagte innføring av et nytt system for motpartsrisiko nevnes som en vesentlig forbedring i forhold til dagens situasjon på dette området.

Det gis 10 anbefalinger vedrørende kredittrisiko. Disse er gjengitt i tabell 5.3.

Tabell 5.3 Ernst & Youngs anbefalinger vedrørende kredittrisiko

Område/Anbefalinger

Organisering av overordnet styring og kontroll («governance»)

Det anbefales en mer omfattende definisjon av kredittrisikoterminologi i retningslinjene til leder av NBIM.

Dersom NBIM utnytter en større del av tillatt investeringsunivers for å gjennomføre aktive strategier med absolutt avkastning som gir substansiell eksponering mot utstederrisiko i tillegg til motpartsrisiko, så må rammeverket også utvides for å sikre identifisering, måling og styring av kredittrisiko:

- a. som et minimum må det defineres sannsynlighet for konkurs, forventet tap gitt konkurs og forventet eksponering ved konkurs.
- b. Det anbefales at det innføres et absolutt risikomål som Expected Shortfall eller Credit Value at Risk for kredittrisikoporteføljen. Det må bemerkes at det kun finnes meningsfulle referanseindekser for en del av dagens tillatte investeringsunivers. For den øvrige delen må det benyttes alternative risikomål.
- c. Det anbefales at det også innføres begrensninger basert på stressscenarier. RPA bør definere et sett med relevante stressscenarier for å inkludere resultatene av stresstesting i de periodiske rapportene.

Identifisering av risiko

Ingen

Måling og rangering av risiko

Det anbefales en mer systematisk bruk av porteføljemodeller for kredittrisiko og spesifikke Credit Value at Risk mål for investeringer som er illikvide eller holdes over en lang tidsperiode.

Hvis bruk av det godkjente investeringsuniverset utvides til å omfatte ikke-lineære instrumenter som derivater, kredittderivater og kredittobligasjoner med høy kredittrisiko, så anbefales det at dagens metode med mark-to-market med et påslag erstattes av robuste kvantitative modeller for framtidig eksponering i tråd med beste praksis. Fondets planlagte tiltak på dette området støttes.

I anerkjennelse av det faktum at det historisk har vist seg at Credit Value at Risk tall basert på modellberegninger er utilstrekkelig i krisetider, så begynner bruk av stresstester å bli standard innen kredittrisikostyring. Renteforvaltningen bruker for tiden stressscenarier og tapsgrenser for kredittrisiko i slike sammenhenger. Det anbefales at et formelt sett av predefinerte stressscenarier brukes både for rente- og aksjeforvaltningen.

Overvåking og styring av risiko

Innføring av en sikrere og mer sofistikert teknologiplattform anbefales så snart som mulig.

IT-systemer

Det anbefales å utvide funksjonaliteten for kredittrisikoovervåking, og NBIMs anstrengelser for økt utnyttelse av teknologiplattformen støttes.

Risikorapportering og aggregering av relevant ledelsesinformasjon

Dersom NBIMs bruk av godkjent investeringsunivers økes, må rapportering om kredittrisikoeksponering til ledelsen utvides til å omfatte:

- Informasjon om ratingmigrasjoner (forventede endringer i kredittvurderingskarakter) og endringer i konkurssannsynligheter og tap gitt konkurs,
- Individuell og aggregert potensielt fremtidig eksponering segmentert etter motparter, produkter, regioner og bransjer,

Informasjon om konsentrasjon i porteføljen med hensyn til rating og porteføljerisikomål som Credit Value-at-Risk og Expected Shortfall.

V) Verdivurdering og avkastningsmåling

Ernst & Youngs anbefalinger for dette området framgår av tabell 5.4.

Tabell 5.4 Ernst & Youngs anbefalinger vedrørende verdivurdering og avkastningsmåling

Anbefalinger

Det anbefales en mer detaljert beskrivelse og dokumentasjon av prosedyrer for å verdsette verdipapirer og investeringer hvor markedspriser ikke kan skaffes fra en ekstern kilde. De nye prosedyrene bør inneholde klare retningslinjer og eksempler for verdsettelsesmetoder for ikke-lineære instrumenter for å sikre en konsistent anvendelse innen både rente- og aksjeforvaltningen. Dette vil gi en bedre transparenss i verdsettelsesprosessen og sikre at ledelsesinformasjonssystemet baseres på priser og verdivurderinger som er undergitt systematisk og uavhengig validering.

I tilknytning til overnevnte anbefaling vises det til tidligere kommentarer knyttet til RPA funksjonens mandat, ressurser og profil. Det anbefales at denne funksjonen styrkes slik at den er i stand til virkelig å utfordre modelleringsmetoder og forutsetninger som legges til grunn for å verdsette instrumenter hvor det ikke finnes offentlig tilgjengelige markedspriser. Som tidligere påpekt synes NBIM å være klar over dagens begrensninger i RPAs funksjonsdyktighet og har igangsatt en rekke prosjekter for å heve dem.

Ledelsen i NBIM bør vurdere å systematisk foreta verdsettelse hyppigere enn månedlig for utvalgte, større eksponeringer.

Kilde: Ernst & Young og Finansdepartementet

5.5 Norges Banks kommentarer til Ernst & Young-rapporten

I to brev datert 13. desember 2007 og 19. desember 2007 har henholdsvis Norges Banks hovedstyre og representantskapet for banken avgitt kommentarer til innholdet i Ernst & Young-rapporten. Brevene er trykt som vedlegg 6 og 7 til denne meldingen.

Norges Bank er enig i at Ernst & Youngs referanseramme (se avsnitt 5.3) er et godt utgangspunkt for en operasjonalisering av rammeverket for Statens pensjonsfond – Utland, men mener at det er nødvendig å tilpasse prinsippene til de særlige forhold som gjelder for fondet. Bankens hovedstyre skriver:

«Rapporten fra Ernst & Young refererer til prinsipper for styring («governance») og rammeverk for risikoovervåking og -rapportering i finansforetak. Norges Bank mener at disse prinsippene danner et godt utgangspunkt for hvordan beste praksis på dette området bør være. Prinsippene må imidlertid tilpasses den spesielle styringsmodellen for Norges Bank og forvaltningen av fondet som følger av sentralbankloven og lov om Statens pensjonsfond med forskrifter og utfyllende bestemmelser. Dette bør hensyntas dersom disse prinsippene skal brukes for en videre operasjonalisering av rammeverket for fondet.»

Nedenfor gjengis bankens kommentarer til Ernst & Youngs konkrete merknader.

1) Overordnet styringsstruktur

Norges Banks hovedstyre skriver at:

«Norges Bank vil vurdere om det for bankens styrende organer er behov for mer detaljert fastsettelse av ansvar, dokumentasjon og rapportering.»

Representantskapet skriver at det støtter hovedstyrets syn på dette punktet.

Banken er enig i at det er viktig for bankens styrende organer å ha tilgang til adekvat og uavhengig ekspertise innenfor internasjonal kapitalforvaltning. Hovedstyret viser i sitt brev til at det i 2006 oppnevnte et rådgivende utvalg for kapitalforvaltning bestående av fire internasjonalt anerkjente personer med omfattende erfaring fra store kapitalforvaltningsinstitusjoner. Representantskapet viser til at det i 2005 ble satt i gang en evaluering av bankens revisjonsordning bl.a. for å møte utfordringene innenfor kapitalforvaltning. De gjennomførte endringene er beskrevet i representantskapets uttalelse av 28. februar 2008, jf. bankens årsrapport for 2007:

«Endringer i bankens revisjonsordning

Norges Bank har utviklet seg vesentlig de senere årene, bl.a. som følge av oppgaven med

å forvalte Statens pensjonsfond – Utland. Dette medfører også store utfordringer for bankens styrende organer når det gjelder å utøve kontroll og tilsyn med virksomheten.

For å møte disse utfordringene er det i 2007 gjennomført vesentlige endringer i bankens revisjonsordning, med utgangspunkt i vedtak i hovedstyret og representantskapet i 2006.

Det er etablert en ny internrevisjon, som rapporterer til hovedstyret/revisjonskomiteen. Sentralbankrevisjonens rolle som bankens lovbestemte, uavhengige revisjon og representantskapets organ er tydeliggjort. Representantskapet har videre inngått en avtale med revisjonsselskapet Deloitte AS, om samarbeide med sentralbankrevisjonen vedrørende revisjon på kapitalforvaltningsområdet. Sentralbankrevisjonens instruks og representantskapets forretningsorden er oppdatert i forhold til endringene.

De gjennomførte endringene i revisjonsordningen har etter representantskapets oppfatning bidratt til å styrke både representantskapets og hovedstyrets kontroll- og tilsynsapparat, ikke minst i forhold til kapitalforvaltningen. Endringene medfører også en tilpasning til internasjonalt anerkjente prinsipper for virksomhetsstyring og kontroll.»

Representantskapet viser til at dagens bekreftelser fra sentralbankrevisjonen overfor Finansdepartementet ikke dekker det omfanget som Ernst & Young foreslår:

«En av anbefalingene i Ernst & Young rapporten er å utvikle og tilpasse revisjonens uavhengige bekreftelse av bankens internkontroll slik at den er i samsvar med revisjonsstandarden SAS 70. Dette vil være en betydelig utvidelse av sentralbankrevisjonens og eventuelt samarbeidspartners mandat (...). Representantskapet vil i utgangspunktet stille seg positiv til dette og støtter hovedstyrets syn om å gjennomføre en vurdering av en mulig utvikling i denne retning.»

Norges Bank støtter Ernst & Youngs anbefaling om at det bør foreligge et dokument som beskriver risikorammer, eskaleringsprosedyrer, kontrolltiltak og rapportering til bankens styrende organer.

II) Operasjonell risiko

Banken slutter seg til Ernst & Youngs anbefalinger, og bekrefter at prosjektet for innføring av nytt rammeverk for operasjonell risikostyring ble avsluttet som planlagt.

III) Markedsrisiko

Norges Bank er enig i at prinsippene Ernst & Young trekker opp for styring av markedsrisiko, kan brukes for en videre operasjonalisering av rammeverket for fondet. Banken skriver følgende om Ernst & Youngs forslag om at Finansdepartementets risikoramme for aktiv forvaltning bør gjerdes inn bedre enn det som følger av dagens bruk av maksimal forventet relativ volatilitet kombinert med kvantitative begrensninger på aktiva-klassenivå:

«En eventuell utvidelse av omfanget av investeringsbegrensninger fra Finansdepartementet bør ikke skje uten en grundig vurdering av i hvilken grad dette vil påføre fondet unødige og/eller inkonsistente begrensninger som vil være krevende å operasjonalisere, og som vil kunne påvirke fondets avkastning negativt.»

Banken mener at bruken av relativ volatilitet som viktigste risikomål må forstås som et uttrykk for et langsiktig risikonivå og ikke som et uttrykk for et mest mulig realistisk kortsiktig maksimalt tap.

Banken skriver videre at:

«RPA er vesentlig styrket i løpet av 2007 og er nå fullt bemannet med 16 medarbeidere. Bemanningen var lav i første halvdel av 2007, men bl.a. ved hjelp av innleide ressurser har forsvarlig rapportering og kontroll vært ivarett.»

Systemstøtten er også bedret. I tillegg forventes det at det igangsatte prosjektet «Uavhengig prising» vil bidra til bedret dataintegritet i måling og rapportering.

IV) Kredittrisiko

Norges Bank er enig i at Ernst & Youngs prinsipper for styring av kredittrisiko kan brukes som et utgangspunkt for en videre operasjonalisering av rammeverket for fondet. Banken slutter seg til anbefalingen om en ytterligere detaljering av måleparametere for kredittrisiko i retningslinjer fastsatt av leder for NBIM. I brevet fra hovedstyret heter det at:

«Norges Bank er enig i at kredittrisiko bør måles og vurderes med supplerende risikomål. Særlig gjelder dette mer komplekse ikke-lineære eksponeringer, og en utvidelse av fondets investeringsunivers til mindre likvide aktiva vil også fordre utvidet kredittrisikomåling og -oppfølging. NBIM har igangsatt et prosjekt for

å ta i bruk mer sofistikerte målemetoder for kreditt risiko, og vil vurdere hensiktsmessigheten av å etablere predefinerte stresstester for fondets kreditt eksponering. Vi viser også til NBIMs planlagte nye system for overvåking av motpartsrisiko (...) Implementering ventes å kunne skje i 2008.»

V) Verdivurdering og avkastningsmåling

Norges Bank slutter seg til Ernst & Youngs anbefaling om en detaljert dokumentasjon av prosedyrene for verdivurdering av instrumenter hvor det ikke finnes eksterne kilder. Banken skriver at disse forhold vil bli ivaretatt gjennom prosjektet «Uavhengig verdivurdering» som også skal sikre at alle posisjoner prises eller verifiseres uavhengig av de som foretar investeringsbeslutninger.»

Banken skriver at:

«NBIM har tilstrekkelige ressurser og kompetanse til å følge opp prisingen av de mer komplekse instrumentene. Ansvaret for denne prisingen har hittil i hovedsak vært innen NBIMs førstelinje under ansvaret til Chief Operating Officers. Gjennom senere tids rekruttering til RPA innehar nå også denne gruppen tilfredsstillende kompetanse til å gjøre de nødvendige vurderinger og utfordre modellverktøyet og forutsetninger som ligger til grunn for prising av unoterte instrumenter («OTC»).»

5.6 Departementets vurderinger

Det framgår av Ernst & Young-rapporten og Norges Banks kommentarer til denne, at banken i tidsrommet 2006-2008 har gjennomført, eller er i ferd med å gjennomføre, en rekke prosjekter for å videreutvikle bankens risikostyring:

- opprettelse av hovedstyrets revisjonskomité,
- opprettelse av en egen internrevisjon,
- styrking av ekstern revisjon gjennom samarbeid med revisjonsselskapet Deloitte,
- opprettelse av lederstillingene Chief Financial officer og Chief Risk Officer,
- vesentlig styrking av den uavhengige risikostyringsfunksjonen RPA og
- nytt rammeverk for operasjonell risiko og prosjekter for implementering av nye systemer for motpartsrisiko og for prising og verifisering av alle posisjoner uavhengig av de som foretar investeringsbeslutninger.

Banken slutter seg i det alt vesentligste til alle anbefalingene fra Ernst & Young. Departementet har merket seg at banken ikke deler Ernst & Youngs merknad om hvorvidt risikostyringen har foregått med tilstrekkelig uavhengighet i forhold til forretningsområdene for aksje- og renteforvaltning. Med virkning fra 1. mars 2008 er NBIM blitt reorganisert, og det er opprettet en egen enhet for «Control og Compliance» (retningslinjekontroll) direkte under lederen av NBIM. Departementet legger til grunn at kravet om uavhengighet i risikostyringen derfor uansett vil bli oppfylt gjennom den nye strukturen.

Norges Bank er enig i at prinsippene som Ernst & Young trekker opp for styring av kreditt risiko, kan brukes som utgangspunkt for en videre operasjonalisering av rammeverket for fondet. Banken slutter seg til anbefalingen om en ytterligere detaljering av måleparametere for kreditt risiko i retningslinjer fastsatt av leder for NBIM. Banken har igangsatt et prosjekt for å ta i bruk mer sofistikerte målemetoder for kreditt risiko, og vil vurdere hensiktsmessigheten av å etablere predefinerte stresstester for fondets kreditt eksponering, jf. omtale i avsnitt 5.5.

I lys av ovenstående finner departementet det hensiktsmessig å foreta en ny gjennomgang av reguleringen av kreditt risiko i rammeverket for Statens pensjonsfond – Utland som ledd i den videre operasjonaliseringen av rammeverket. For investeringer i kredittobligasjoner med høy likviditet og moderat kreditt risiko vil det anses som tilstrekkelig å betrakte kreditt risikoen som en del av markedsrisikoen og å måle den ved systemer basert på markedsbaserte risikopremier («spread»). For investeringer utover dette vil det være naturlig å kreve systemer som modellerer kreditt risiko mer omfattende i tråd med Ernst & Youngs anbefalinger. Slike investeringer faller i dag inn under de generelle kvalitative kravene til risikostyringen i rammeverket.

Norges Bank er enig i at Ernst & Youngs referanseramme er et godt utgangspunkt for en videre operasjonalisering av bestemmelsene i rammeverket, men at prinsippene må tilpasses den spesielle styringsmodellen for Norges Bank og forvaltningen av fondet som følger av sentralbankloven og lov om Statens pensjonsfond med forskrifter og utfyllende bestemmelser. Ernst & Young tok i liten grad hensyn til at fondet forvaltes av et finansdepartement og en sentralbank. Dette må ses i sammenheng med at departementet i utformingen av oppdraget la vekt på at Ernst & Young skulle betrakte Norges Bank som en regulær kapitalforvalter underlagt et ordinært regelverk

for tilsynspliktig kapitalforvaltning slik som det praktiseres av det britiske finansilsynet FSA. Hensikten var å få fram de områdene hvor Norges Banks kapitalforvaltning avviker fra de krav som det er vanlig å stille til private kapitalforvaltere. I den grad Ernst & Youngs prinsipper for risikostyring i private finansforetak ikke er forenlig med dagens lovregulering for fondet og sentralbanken, vil departementet nøye vurdere om det er prinsippene for risikostyring eller lovverket som bør tilpasses.

5.7 Høring om endringer i sentralbanklovens bestemmelser om regnskap og revisjon

Den kraftige veksten i fondets kapital, økningen i kompleksitet i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland og hensynet til god virksomhetsstyring av sentralbankoppgaver gjør det etter departementets mening nødvendig å fortsette å videreutvikle bankens styrings- og kontrollstruktur.

Opprettelsen av en egen internrevisjon og samarbeidet med revisjonsselskapet Deloitte om ekstern revisjon av bankens forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland har bidratt til å styrke bankens kontroll- og tilsynsapparat. Disse tiltakene er gjennomført innenfor rammen av dagens sentralbanklov. Finansdepartementet finner det naturlig å se på endringer i sentralbanklovens bestemmelser om regnskap og revisjon slik at det blir mulig å styrke kontroll- og tilsynsapparatet ytterligere. Det tas sikte på å sende følgende forslag til endringer i sentralbankloven på høring:

- Erstatte ordningen med egen sentralbankrevisjon med en ordning der representantskapet velger en ekstern revisor for Norges Bank.
- Gi adgang til å fastsette forskrift om hvilke regnskapsprinsipper Norges Bank skal følge.
- Gi regler for omfanget av revisjonen og innholdet i revisjonsberetningen eller gi adgang til å fastsette forskrift om dette (i dag fastsetter representantskapet bankens revisjonsinstruks).

Det bør her vurderes om revisor, i tillegg til å foreta finansiell revisjon av regnskapet, bør få såkalte attestasjonsoppdrag på enkelte områder, for eksempel når det gjelder vurdering av systemer for internkontroll. Det tas sikte på å fremme forslag om endringer i sentralbankloven i løpet av høsten.

5.8 Nærmere om det nye rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

Rammeverket for Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge ble endret i løpet av 2007 som følge av omdanningen av Folketrygdfondet til særlovselskap. I lys av denne omdanningen foretok departementet en gjennomgang også av det øvrige rammeverket for Folketrygdfondet. Det nye rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge er etter dette regulert gjennom lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet, forskrift 7. november 2007 nr. 1228 om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, retningslinjer med utfyllende bestemmelser og en forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet.

Risikostyring og kontrollrutiner

I tråd med forskriftens § 7 skal styret i Folketrygdfondet påse at det er betryggende risikostyring og kontrollrutiner i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Det er i utfyllende retningslinjer til forskriften stilt særskilt krav til at styring, måling og kontroll av risiko skal være i henhold til beste internasjonale praksis og internasjonalt anerkjente metoder. Dette må ses i sammenheng med at Regjeringen har som mål at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond, noe som krever at en sikter mot beste praksis i internasjonal kapitalforvaltning i arbeidet med fondet, jf. kapittel 1. Formålet med disse kravene er således å bringe rammeverket mer i tråd med beste praksis for denne type virksomhet. Strengere kvalitative krav til risikostyring mv. må også ses i sammenheng med at Folketrygdfondet gjennom det nye rammeverket er blitt tildelt økte frihetsgrader i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, bl.a. knyttet til bruken av finansielle instrumenter. Samtidig understreker nasjonale og internasjonale hendelser i finansmarkedene i den senere tid sterkt betydningen av å ha tilfredsstillende systemer for styring og kontroll av risiko. Det eksisterer en rekke studier som dokumenterer at betydelige tap som har blitt påført finansinstitusjoner ofte kan tilskrives utilstrekkelig risikostyring og internkontroll.²

I arbeidet med å operasjonalisere endringene i rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge har departementet vurdert hvilke former for risiko mv. som er relevante i kapitalforvaltningen, og samtidig kartlagt hvilke

krav det vil være naturlig å stille knyttet til håndtering av ulike risiki basert på beste internasjonale praksis og internasjonalt anerkjente metoder. Departementet har identifisert følgende hovedrisikogrupper i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge: markedsrisiko, kredittisiko, motpartsrisiko, valutakursrisiko og operasjonell risiko. For alle disse risikogrupperne er det stilt krav om at måling, styring og kontroll av ulike risiki skal følge beste internasjonale praksis og internasjonalt anerkjente metoder. Videre er det stilt krav om at Folketrygdfondet skal fastsette prinsipper for prising og avkastningsmåling av ulike finansielle instrumenter. Det er også stilt strenge krav knyttet til selskapets internkontroll, som bl.a. dekker rollefordelingen mellom styret og administrasjonen og øvrige kontrollerende funksjoner, samt krav om at det skal etableres en struktur i Folketrygdfondet som sikrer nødvendig uavhengighet mellom kontrollerende funksjoner og forvalterdelen av organisasjonen.

I forvaltningsavtalen som er inngått mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet er det stilt detaljerte krav til innholdet i den regelmessige rapporteringen til departementet om fondets resultater, i tråd med kravene som er stilt til måling, styring og kontroll risiko i utfyllende retningslinjer. Som ledd i departementets arbeid med oppfølging av den operative forvaltningen legges det opp til regelmessige møter med Folketrygdfondet der rapportering om avkastning og risiko vil bli særskilt drøftet.

Det nye rammeverket innebærer vesentlig strengere krav bl.a. knyttet til måling, styring og kontroll av risiko og rapportering enn tidligere, noe som krever en betydelig investering i nye styringssystemer i Folketrygdfondet, herunder risikomålingssystemer. Etter departementets vurdering er en slik investering påkrevet for å sikre at Folketrygdfondet har tilfredsstillende systemer for risikostyring og kontroll, i tråd med de krav

som er stilt i det nye rammeverket. Dette vil samtidig innebære en vesentlig utgiftsøkning i Folketrygdfondet i 2008 knyttet til implementering av nye styringssystemer. I tråd med avtalen som er inngått mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge i 2008, legges det opp til en økning i Folketrygdfondets driftsutgifter fra 2007 til 2008 på om lag 40 mill. kroner (dvs. fra knapt 52 mill. kroner (ekskl. avskrivninger) til nærmere 92 mill. kroner). En betydelig del av denne utgiftsøkningen vil være av engangskaraktér, men en må likevel påregne at utgiftsnivået framover vil bli liggende på et høyere nivå enn tidligere, bl.a. som følge av høyere utgifter til drift av styringssystemer.

Departementet vil peke på at Folketrygdfondet med nye systemer for risikostyring, kontroll og rapportering vil få vesentlig bedre styringsinformasjon om forvaltningen. Dette vil gi selskapet bedre forutsetninger for gjennomføring av forvaltningen. Departementet legger opp til å følge kostnadsutviklingen i Folketrygdfondet nøye, og vil ha en særskilt oppfølging av implementeringen av nye styringssystemer med avholdelse av kvartalsvise møter i 2008.

Regnskapsregler

Lov om Statens pensjonsfond av 21. desember 2005 nr. 123 inneholder ikke direkte bestemmelser om regnskapsregler av Statens pensjonsfond – Norge. Departementet vil vurdere behovet for å fastsette en egen forskrift som gir nærmere bestemmelser om dette. Arbeidet med utforming av en slik forskrift må ses i sammenheng med eventuelle endringer når det gjelder fastsetting av regnskapsregler for Statens pensjonsfond – Utland, jf. ovenfor.

Finansdepartementet

t i l r å r :

Tilråding fra Finansdepartementet av 4. april 2008 om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007 blir sendt Stortinget.

² Jf. studien «Framework for internal control systems in banking organisations» utgitt av Basle Committee on Banking Supervision i september 1998, som dokumenter at en rekke saker der banker er blitt påført betydelige tap kan knyttes til mangelfulle internkontrollsystemer. Videre gir Hull (2006) i boken «Options, Futures and other Derivates» flere eksempler på finansinstitusjoner som de to siste tiårene er blitt påført betydelige tap som følge av spekulasjon i derivatmarkedene, og som sterkt understreker betydningen av at det stilles strenge krav til systemer for risikostyring og kontroll.

Vedlegg 1

Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland – inkludering av nye framvoksende markeder

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 5. februar 2008

1 Bakgrunn

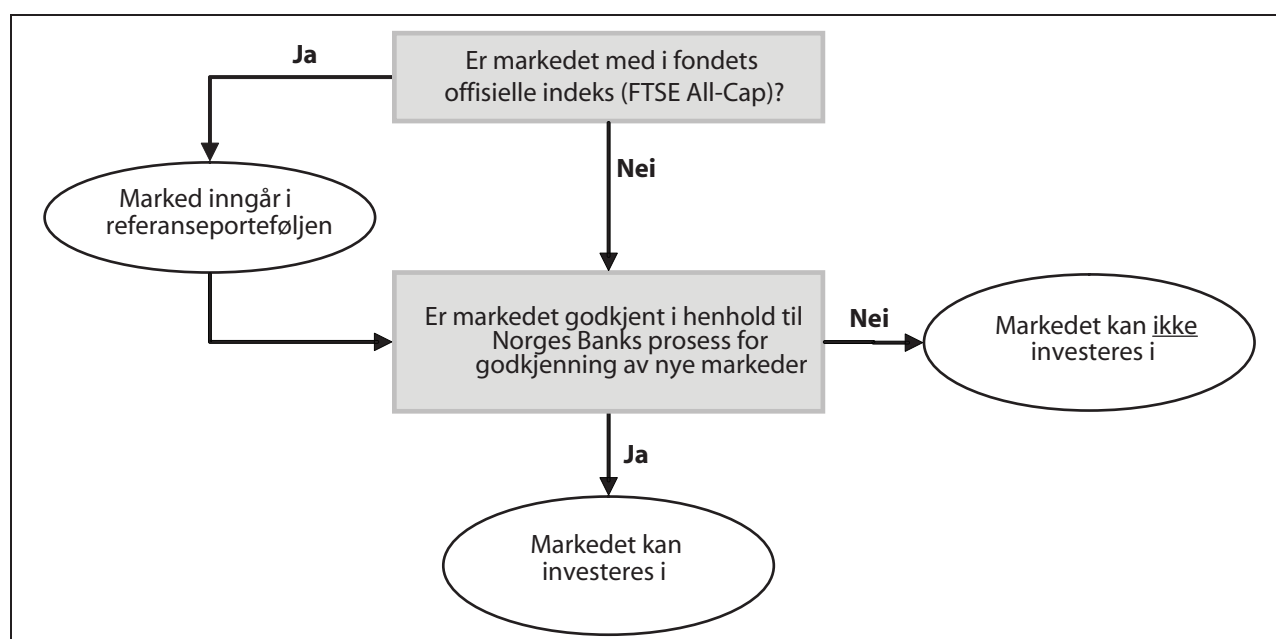
I brev av 16. november 2007 ber Finansdepartementet om innspill fra Norges Bank til en ny vurdering av fremvoksende aksjemarkeder i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland. Departementet har ikke bedt om vurdering av fremvoksende rentemarkeder, men vi legger til grunn at dette kan bli aktuelt å ta opp senere i 2008. Norges Bank er bedt om særskilt å ha fokus på vurderinger av oppgjørs- og avregningssystemer og på problemstillinger knyttet til eierskapsutøvelse («corporate governance») tilknyttet selskaper hjemmehørende i de aktuelle fremvoksende aksjemarkeder.

Fremvoksende aksjemarkeder er analysert i flere brev fra Norges Bank til Finansdepartementet. Listen over land i referanseporteføljen for aksjer teller nå 27 land, hvorav fem i dag er klassifisert som fremvoksende aksjemarkeder. Tidligere var praksis at Finansdepartementet fastsatte en

liste over hvilke land fondet i tillegg kan investeres i. Med virkning fra sommeren 2007 ble retningslinjene endret idet man heller la til grunn at Norges Bank Investment Management (NBIM) har etablert interne retningslinjer for godkjenning av nye land i investeringsuniverset. Som sådan er det per i dag godkjent 11 land utover gjeldende referanseportefølje.

Finansdepartementet forutsetter at Norges Bank før gjennomføring av investeringer i nye land har etablert en oversikt over aktuelle problemstillinger knyttet til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko for investeringer i det enkelte marked og valuta.¹ Vurderingene skal gjøres i tråd med de krav som følger av forskrift og utfyllende retningslinjer, og de skal dokumenteres. Vedlegg 1 beskriver de for-

¹ Jf. St.meld. nr. 24 (2006-2007): Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006, side 61.



Figur 1.1

hold som vurderes av NBIM før et land kan godkjennes for investeringsuniverset.

2 Kriterier for land i aksjereferansen

Norges Bank har gjort en ny vurdering av de kriterier for valg av land som er dokumentert i tidligere brev til Finansdepartementet, og anbefaler i hovedtrekk å videreføres disse gjennom å basere referanseporteføljen på FTSE Global All-Cap. For øvrig gjelder at NBIMs prosess for godkjenning av land for aksjeinvesteringer gjennomføres for alle nye land. Dette vil sikre en selvstendig vurdering av det enkelte land utover den evaluering som FTSE gjør. Det medfører også at det vil kunne oppstå en situasjon der et land som inngår i FTSE ikke passerer NBIMs godkjenningsprosess og som man således avstår fra å investere i. Denne risikoen vil da Norges Bank bære innenfor rammen av relativ volatilitet. Figur 1.1 illustrerer denne anbefalingen.

De land som med basis i denne anbefalingen vil komme til den gjeldende referanseporteføljen, utgjør i overkant av 5 % av dagens referanseportefølge for aksjer. Det er Norges Banks oppfatning at en slik innretning vil være hensiktsmessig i forhold til å ivareta en betryggende evaluering før fondet investeres i et nytt marked.

Sammenlignet med tidligere anbefaling, anbefaler Norges Bank å ikke videreføre som kriterium at det nye landet skal gi et meningsfullt bidrag til avkastning og risiko. Investeringer i aksjeselskaper hjemmehørende i fremvoksende økonomier har tradisjonelt sett vært utsatt for større svingningsrisiko enn de utviklede markedene. Dette er en mer-risiko som investorene normal får betalt for å ta gjennom en høyere forventet avkastning. Norges Bank mener likevel at svingningsrisikoen hensyntatt samvariasjon, samt at fremvoksende markeder utgjør en relativt liten del av det foreslåtte referanseuniverset, ikke entydig kan sies å gi et «meningsfullt bidrag til risiko». Samtidig er det ikke usannsynlig at disse forholdene vil endre seg over tid ved at de fremvoksende økonomiene opplever en sterkere vekst enn de utviklede økonomiene. Det synes derfor som mindre hensiktsmessig å ekskludere fremvoksende land fra referanseporteføljen for aksjer på basis av at de i dag kun bidrar marginalt til å endre referansens avkastnings- og risikokarakteristika. Norges Bank Investment Management vil gjennom sine løpende vurderinger av verdens aksjemarkeder stå fritt til å bestemme hvilke markeder man faktisk inves-

terer i og med hvilken vekt innenfor rammen for aktiv risiko.² Alt annet like er det ønskelig med en så bred referanseindeks som mulig.

I det følgende vil vi drøfte forhold knyttet til anbefalingen om i hovedsak basere aksjereferansen på FTSE med tilleggsbetingelse om at landet må være godkjent i henhold til NBIMs landgodkjenningsprosess. Særlig fokus er viet problemstillinger knyttet til eierskapsutøvelse og til oppgjørs- og avregningssystemer. Det er vår oppfatning at metodikken bak FTSE Global All-Cap vil kunne danne et hensiktsmessig objektivt rammeverk for inkludering av fremvoksende aksjemarkeder i referanseporteføljen til fondet. Kapittel 3 redegjør for implikasjonene av dette kriteriet.

NBIM gjennomfører en grundig godkjenningsprosess før et nytt land blir tillatt. Per i dag er det kun tre av de aktuelle markedene som ikke allerede er godkjente for fondets investeringsunivers. NBIM har imidlertid iverksatt godkjenningsprosessen for disse markedene. Kapittel 4 omtaler NBIMs godkjenningsprosess for nye land i aksjeinvesteringsuniverset.

En overgang til å basere fondets referanseindeks på FTSE Global All-Caps gjeldende landliste vil innebære en utvidelse med 19 fremvoksende markeder. Norges Bank har innhentet informasjon fra eksterne kilder og foretatt analyser som understøtter denne anbefalingen. Dette materialet er oppsummert i kapittel 5 sammen med vurderinger av problemstillinger knyttet til eierskapsutøvelse, og virkning av nye markeder på fondets risiko- og avkastningskarakteristika. Kapittel 6 oppsummerer drøftelsene i brevet.

3 FTSE Global All-Cap som benchmark for aksjeinvesteringene i SPU

Den offisielle referanseindeksen for aksjedelen av SPU er sammensatt av FTSE Global All-Cap regionale indekser. FTSE er benyttet som indeksleverandør siden fondets oppstart med aksjeinvesteringer i 1998. FTSE er en uavhengig indeksleverandør. Investorer over hele verden har investert svært betydelige beløp i aksjemarkeder med FTSE som referanse. Derfor vil FTSEs metodologi være gjenstand for stor oppmerksomhet i finansmarkedene. Som sådan arbeider FTSE løpende med evaluering av hvilke land som skal inngå i aksjeindeksene.

² Maksimal forventet relativ volatilitet på 1,5 %.

FTSE opererer med tre kategorier land i sine indekser; utviklede («Developed»), avanserte fremvoksende («Advanced Emerging») og andre fremvoksende («Secondary Emerging»). En årlig klassifiseringsprosess sørger for at disse kategoriene til enhver tid reflekterer de reelle markedsforholdene i de enkelte land.³ Land som ikke havner i én av de tre kategoriene, regnes som ikke-investerbare gitt kravene til den enkelte markeds plass. For ordens skyld nevnes at de ulike indeksleverandørene også har indekser som dekker denne kategorien av markeder, såkalte «Frontier Markets». Disse kjennetegnes ved at de er små og illikvide og med dårlig markedsfunksjonalitet selv etter målestokkene som brukes på fremvoksende markeder.

20. september 2007 annonserte FTSE resultatene av sin årlige prosess for klassifisering av land.⁴ Når de vedtatte endringene er gjennomført, vil FTSE Global All-Cap inkludere 47 land⁵ med følgende klassifisering:

- 24 land klassifisert som «Developed»
- 7 land klassifisert som «Advanced Emerging»
- 16 land klassifisert som «Secondary Emerging»

De land som per i dag ikke inngår i SPUs referanseportefølje er uthevet i tabell 1.1. Av disse 19 landene er det tre (uthevet i kursiv) som per januar 2008 ikke har vært gjennom NBIMs prosess for godkjenning av nye land i investeringsuniverset. Det er imidlertid iverksatt godkjenningsprosesser også for disse landene.

Kina H-aksjer (Hong Kong) inngår i dagens referanseindeks for fondet. Det er i tillegg til dette åpnet for Kina B-aksjer i fondets investeringsunivers. Markedet for Kina B-aksjer inngår i FTSE Global All-Cap, men ikke Kina A-aksjer. Norges Bank ble i 2006 tildelt status som Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) av kinesiske myndigheter, noe som er et vilkår for å kunne investere i Kina A-aksjer. Slike investeringer forutsetter videre tildeling av en investeringskvote, som utstedes av State Administration of Foreign Exchange (SAFE). Tidspunktet for tildeling av kvote til Norges Bank er ikke avklart, men vil for-

³ Se vedlegg 2 for hvilke kriterier som må være tilfredsstillt innen den enkelte kategori.

⁴ FTSE kunngjør også en «Watch List». Per idag står Kina A-aksjer på denne med mulig klassifisering som Secondary Emerging. Både Sør-Korea og Taiwan er på «watch» for mulig oppgradering til Developed status. Hva gjelder mulige nedgraderinger er Hellas på «watch» for mulig klassifisering som Advanced Emerging, mens Pakistan er på «watch» for eksklusjon fra FTSE Global All-Cap.

⁵ Luxembourg er slått sammen med Belgia slik FTSE gjør.

Tabell 1.1 Land i FTSE Global All-Cap (utenom Norge)

Developed	Advanced Emerging	Secondary Emerging
Australia	Brasil	Argentina
Belgia/ Luxembourg	Mexico	Chile
Canada	Polen**	Colombia
Danmark	Sør-Afrika	Egypt
Finland	Sør-Korea	Filippinene
Frankrike	Taiwan	India
Hellas	Ungarn**	Indonesia
Hong Kong		Kina
Irland		Malaysia
Israel*		Marokko
Italia		Pakistan
Japan		Peru
Nederland		Russland
New Zealand		Thailand
Portugal		Tsjekkia
Singapore		Tyrkia
Spania		
Storbritannia		
Sveits		
Sverige		
Tyskland		
USA		
Østerrike		

* Flyttes til Developed i juni 2008.

** Flyttes til Advanced Emerging i juni 2008.

håpentligvis kunne finne sted i løpet av nær fremtid.

Norges Bank anbefaler at referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utlands aksjeinvesteringer i utgangspunktet inkluderer alle de land som til enhver tid er inkludert i FTSE Global All-Cap (eksklusiv Norge) så lenge dette er fondets offisielle referanseindeks. Med et slikt utgangspunkt sikres en kontinuerlig evalueringsprosess for hvordan de enkelte markedene utvikler seg med hensyn til investerbarhet for et fond som SPU. FTSE gjennomfører en årlig evalueringsprosess for klassifisering av land, og kunngjør mer enn 6 måneder i forveien hvilke endringer som vil komme. Ved å benytte FTSEs indekser følger allerede referanseporteføljen FTSEs metodikk for så vidt gjelder inkludering av enkeltelskaper og klassifisering av disse (for eksempel med hensyn til sek-

tor og størrelse), og det synes nærliggende å også benytte denne tilnærmingen hva gjelder tillatte markeder.

I tillegg til Brutto Nasjonal Inntekt per capita og markedskapitaliseringen, legger FTSE i sin vurdering av de enkelte land vekt på fire hovedområder, som i sin tur er inndelt i flere del-kriterier. De fire hovedområdene er⁶:

- Markedskarateristika og regulatorisk rammeverk
- Depot og oppgjør
- Transaksjonsvilkår
- Derivatmarked

De forhold som FTSE legger vekt på i sin klassifisering av markeder, vil i hovedsak også dekkes gjennom den prosess NBIM har etablert for godkjenning av nye land for SPU. NBIMs prosess vil naturlig nok ha flere kriterier av operasjonell karakter for å sikre en forsvarlig håndtering av alle investeringer i systemer for risiko- og avkastningsmåling. Se vedlegg 1 for NBIMs godkjenningssprosess.

4 NBIMs prosess for godkjenning av nye land i aksjeinvesteringsuniverset

Norges Bank foreslår at en klassifisering av et land slik at dette inngår i FTSE Global All-Cap er nødvendig og tilstrekkelig for at landet inngår i SPUs referanseportefølje. NBIM vil dog på selvstendig grunnlag evaluere landets egnethet ift. at markedene må være åpne for utlendinger, ha en lovgivning som beskytter investorenes rettigheter og tilfredsstillende visse minstekrav til oppgjørssystemer. For øvrig skal NBIMs prosess for godkjenning av nye land i aksjeinvesteringsuniverset sikre klargjøring av alle interne systemer og rutiner for håndtering av de nye instrumentene.

I denne sammenheng kan vi opplyse at NBIM har godkjent for investeringer alle land unntatt tre⁷ (Colombia, Marokko og Pakistan) av de som i dag inngår i FTSE Global All-Cap, men ikke i fondets referanse. Det vil si at de er evaluert i henhold til NBIMs prosess for godkjenning av nye land. Et nytt land godkjennes av leder for NBIM etter at de enkelte kontrollområder er godkjent av respektive avdelingsleder. Kontrollområdene i prosessen kan deles i følgende hovedkategorier:

1. Oppsummering og hovedkonklusjoner
2. Markedsregulering, dokumentasjonskrav og handelsflyt
3. Datatilgjengelighet
4. Krav til investeringsretningslinjer
5. Transaksjonsgjennomføring, kostnader og skatt
6. Oppgjør og depot
7. Avkastningsmåling og regnskap
8. Administrasjon av investeringer
9. Risikomåling og rapportering
10. Implementeringsplan
11. Evaluering og godkjenning

Gjennom godkjenningssprosessen innhenter NBIM informasjon om det enkelte marked fra en rekke eksterne kilder. Dette gjelder f.eks. beskrivelse av den lokale markedsreguleringen og ulike vurderinger av kvaliteten på oppgjørs- og depot-systemer. For hvert enkelt marked utarbeides et komplett godkjenningssdokument (om lag 20-40 sider) som arkiveres. En godkjenningssprosess tar vanligvis 1-2 måneder.

Makroøkonomi og politikk

I tidligere brev fra Norges Bank om nye land i referanseporteføljen er det også drøftet forhold tilknyttet makroøkonomisk og politisk stabilitet. Det har imidlertid ikke vært definert hvilke krav de enkelte markeder må oppfylle for å være en del av fondets referanseportefølje. Norges Bank legger til grunn at Finansdepartementet selv vurderer i hvilken grad slike forhold skal legges vekt på i fastsettelsen av aksjereferansen for SPU. Vi viser til at tidligere korrespondanse har angitt mulige kilder og indikatorer på dette området. For øvrig understrekes at en evaluering av makroøkonomiske og politiske forhold typisk vil være en integrert del av enhver investeringsbeslutning.

Størrelse og likviditet

Tidligere brev har drøftet forhold knyttet til at nye land i referanseporteføljen bør være av en viss størrelse. Dette har vært begrunnet i operasjonelle forhold og at små markeder kun marginalt vil bidra til å diversifisere fondet. Etter mer enn ti års utvikling av den globale aksjeforvaltningen mener Norges Bank det ikke er nødvendig å begrense antallet land i referanseporteføljen ut i fra slike hensyn. Norges Bank mener videre at små markeder ikke bør holdes utenfor av hensyn til begrensede diversifiseringsegenskaper. Det synes mer

⁶ I vedlegg 2 finnes de faktiske evalueringsmatrisene der både kriterier som benyttes og det enkelte lands resultat fremgår.

⁷ Det er imidlertid igangsatt en godkjenningssprosess også for disse landene.

hensiktsmessig å basere seg på de markedene som til enhver tid er inkludert i FTSE Global All-Cap.

Likviditeten i det enkelte marked vurderes løpende i NBIM og er en integrert del av investeringsfilosofien ift. å oppnå høyest mulig avkastning på plasseringene. Av de nye markedene som ikke allerede er godkjente for fondets investeringsunivers iht. prosessen for godkjenning av nye land, er det fire som etter FTSEs kriterier ikke er like likvide som de andre markedene. Disse er Argentina, Colombia, Peru og Marokko. Med gjeldende investeringsstrategi vil disse landene utgjøre under 0,2 % av SPU-s samlede referanse. Videre er markedskapitaliseringen relativt konsentrert om et fåtall selskaper. NBIM vil således kunne bruke den tiden det måtte ta for å etablere ønsket vekt i disse selskapene uten at det går merkbart på rammen for relativ volatilitet.

5 Nærmere om oppgjørssystemer, «corporate governance» og risiko/avkastning

Oppgjørssystemer

Kvalitet på oppgjørssystemer og sikkerhet i forhold til finansmarkedslovgivning i det enkelte

land er svært viktige elementer å vurdere for en global investor. Markedene må tilfredsstillende gitte krav for å kunne innlemmes i investeringsuniverset. Generelt sett er oppgjørssystemet større i fremvoksende markeder enn i utviklede markeder. Videre er det juridiske rammeverket i markedene typisk noe mindre betryggende. Dette fremgår ganske tydelig også av den vurdering FTSE har gjort (se vedlegg 2).

Norges Bank har innhentet oppdaterte vurderinger fra to globale depotinstitusjonene (J.P. Morgan Chase⁸ og Citibank⁹), som har stilt sitt evaluering

⁸ Ratingen er et gjennomsnitt av JPM sin vurdering av 8 aspekter: trade matching, settlement type, securities type, depository, failure provisions, settlement cycle, regulatory oversight and securities legal framework, der 1 er best og 3 er svakest.

⁹ Ratingen følger SEC's krav til en «Eligible Securities Depository» (regel 17f7). Definisjoner:

1=Depositories have well-established and tested functions, often with tangible central bank/government support. Potential issues in evaluation factors are few, if any, and do not present cause for concern.

2=Depositories have acceptable measures in place for the factors evaluated, but may present one or more shortcomings that highlight a need for improvement in relation to the evaluation criteria. In some cases, a specific risk is balanced by better than average evaluations of other relevant factors.

3=Depositories exhibit above average risk conditions in one or more evaluation factors. Investors are left relatively unprotected. The likelihood of depository performance issues is uncomfortably high; mechanisms to contain their effects may be inadequate.

Tabell 1.2 Evaluering av 19 nye markeder blant depotinstitusjoner

Developed	FTSE klassifisering	JPM klassifisering	Citibank klassifisering
Argentina	Secondary Emerging	1,6	3
Chile	Secondary Emerging	1,4	1
Colombia	Secondary Emerging	2,1	2
Egypt	Secondary Emerging	2,0	2
Filippinene	Secondary Emerging	2,0	2
India	Secondary Emerging	1,8	2
Indonesia	Secondary Emerging	1,5	3
Israel	Developed	2,0	2
Kina	Secondary Emerging	1,6	2
Malaysia	Secondary Emerging	2,0	2
Marokko	Secondary Emerging	1,6	2
Pakistan	Secondary Emerging	2,5	3
Peru	Secondary Emerging	1,8	2
Polen	Advanced Emerging	1,6	1
Russland	Secondary Emerging	2,9	2
Thailand	Secondary Emerging	1,6	2
Tsjekkia	Secondary Emerging	1,8	2
Tyrkia	Secondary Emerging	1,5	3
Ungarn	Advanced Emerging	1,4	1

ringssystem til rådighet. Disse depotinstitusjonene har en grundig innsikt i oppgjørssystemene i hvert enkelt land gjennom sin virksomhet. Når disse institusjonene gjør sin vurdering av risikoen knyttet til oppgjør- og avregningssystemer i det enkelte land, tar de ofte utgangspunkt i etablerte «beste praksis» standarder som er etablert av for eksempel SEC (17f-7) eller BIS. Tabell 1.1 viser hvordan hvert av de 19 nye markedene er evaluert av disse depotinstitusjonene.

Både JPM og Citibank graderer markedene fra 1 – 3 (1 er best). I henhold til JPMs kriterier er det kun tre markeder som scorer lavere enn 2; Colombia, Pakistan og Russland. Citibank kommer frem til at Argentina, Indonesia, Pakistan og Tyrkia er de landene i FTSE Global All-Cap universet med svakest oppgjørssystemer. Disse tre landene kommer imidlertid vesentlig bedre ut iht. JPMs klassifisering, som riktig nok tar hensyn til et noe bredere sett av kriterier. Det bør understrekes at denne type evaluering er relativt partiell og uansett vil endre seg basert på flere faktorer. Den underliggende tendensen er dog mot stadig bedre og tryggere oppgjørssystemer i de enkelte markeder da dette fasiliterer større kapitaltilflyt og derigjennom bedre forutsetninger for økonomisk vekst. Norges Bank er derfor av den oppfatning av at summen av løpende evaluering og overvåking som oppnås gjennom de foreslåtte kriteriene for land i referanseporteføljen, samt målsettinger og øvrige kontrolltiltak hos forvalter, er tilstrekkelige til at det ikke er behov for å etablere et minimumskrav hva gjelder karakter på oppgjørssystemet i et enkelt marked.

Krav til finansmarkedslovgivning

Norges Bank har i tillegg til de vurderinger som er gjort av FTSE, foretatt en uavhengig vurdering av alle de aktuelle markeder mht. finansmarkedslovgivning. En oppsummering av hovedtrekkene knyttet til bl.a. markedsstruktur, markedsregulering, skatteforhold og tilsynsordninger følger vedlagt (Vedlegg 3) for hvert enkelt land. Norges Bank har for dette formålet ikke foretatt en egen vurdering av eventuelle aspekter knyttet til renommérisiko ved investeringer i enkeltland. Informasjon om slike forhold vil være tilgjengelig fra kilder som bl.a. Transparency International, der som Finansdepartementet ønsker å vektlegge også slike forhold i vurderingen.

Kort oppsummert er det gjennomgående for alle markeder etablert et lovverk som regulerer de sentrale deler av finansmarkedet, i tillegg til at

det er opprettet tilsynsordninger som sikrer overvåking av markeder og markedsaktører på en slik måte at det anses forsvarlig for NBIM å investere i disse markedene. Hovedbildet er dermed at materialet bekrefter de vurderinger som er gjort av FTSE og dermed styrker anbefalingen om å inkludere markedene i referanseporteføljen.

I tråd med implementert prosess, vil NBIM gjennomføre en separat prosess for godkjenning av hvert enkelt land i forbindelse med at det åpnes for investeringer i nye markeder. En slik prosess vil omfatte også de land som allerede inngår i referanseporteføljen og i tillegg til den informasjonen som er utarbeidet, jf. vedlegg 3, inneholde grundige vurderinger av alle de forhold som er listet under pkt. 4 i dette brevet.

Problemstillinger knyttet til eierskapsutøvelse «corporate governance»

I tillegg til særlig fokus på oppgjør- og avregningssystemer bes Norges Bank redegjøre for problemstillinger knyttet til corporate governance.

NBIM utøver eierskapsrettigheter for SPU og valutareservene. Som grunnlag for dette arbeidet analyserer vi selskapers governance-struktur, ivaretagelse av aksjonærrettigheter, overholdelse av menneskerettigheter, miljøspørsmål og andre spørsmål knyttet til selskapers aktiviteter som har effekt på selskapenes og porteføljens bærekraft.

Det er viktig å huske på at det i en landvurdering allerede er tatt i betraktning en rekke governance-kriterier som for eksempel hvorvidt det eksisterer et velfungerende marked, oppgjørssystemer, politisk og makroøkonomisk stabilitet og juridisk sikkerhet ved å investere i markedet. I tillegg vil corporate governance-hensyn i fremvoksende markeder være en mer naturlig del av den enkelte porteføljeforvalters risikovurderinger på selskaps- og sektornivå enn en vurdering knyttet til hvorvidt man skal investere i dette markedet overhodet.

Norges Bank mener at corporate governance kriterier ikke bør være avgjørende for inkludering eller utelukkelse av markeder i investeringsuniverset eller referanseporteføljen. Norges Bank mener at corporate governance best kan påvirkes gjennom tilstedeværelse og reelt engasjement, og vil i stor grad gjelde selskapsspesifikke spørsmål. I praksis har da heller ikke corporate governance så langt vært et kriterium for utelukkelse av markeder fra investeringsuniverset eller referanseporteføljen.

Dersom corporate governance skal være en faktor, vil utfordringen være å bestemme hvilke kriterier som skal vurderes, og hvilket akseptnivå disse må ha for at det enkelte land skal antas å ha gode nok regler. Dersom en er i stand til å etablere et slikt akseptnivå, må det antas at flere allerede godkjente land, både i og utenfor gjeldende referanseportefølje, kan være mindre funksjonelle enn nye land som kan være aktuelle. Enkeltsekskap vil videre gjennom sine vedtekter kunne ha avvikende corporate governance enn hva landets lovgivning tilsier og da vil en landbasert vurdering være lite relevant. Det vil være uheldig å utelukke en potensiell investering i et selskap med vedtekter som medfører at aksjonærrettighetene er ivaretatt på en tilfredsstillende måte men der selskapet er registrert i et land med utilfredsstillende regelverk.

Med hensyn til menneskerettigheter og miljø er utfordringen tilsvarende. Det må etableres en grense for hva som defineres som ikke tilstrekkelige miljøreguleringer. Menneskerettighetene er godt kjent, men det må likeledes defineres til hvilken grad et land respekterer disse. Dersom slike spørsmål og standarder skal vurderes vil dette kunne komme i konflikt med forhold i land som allerede er inkludert i investeringsuniverset og i referanseporteføljen. Videre vil slike problemstillinger ofte være knyttet til sektorer og selskaper og ikke til land generelt. En landbasert vurdering vil da være uhenksom. Det kan legges til at i dagens globale marked vil ofte brudd på menneskerettigheter, miljøforskrifter og korrupsjon foregå i andre land enn der hvor et selskap er registrert. Igjen vil en landbasert godkjennelse kunne hindre investeringer i selskaper med tilfredsstillende governance.

I tidligere korrespondanse vedrørende inkludering av fremvoksende markeder i SPU har utfordringen knyttet til utøvelsen av eierrettighetene vært trukket frem. NBIM har allerede tilgang til nødvendig informasjon om alle selskaper i FTSE-indeksen. Selv om antallet selskaper i refe-

ransen vil øke med om lag 850, er dette relativt beskjedent sammenlignet med den økningen som kom gjennom utvidelsen av aksjereferansen til også å omfatte mindre selskap (small caps), som medførte en økning på om lag 4500 selskaper. Som sådan finner Norges Bank den foreslåtte utvidelsen håndterbar innenfor dagens eierskapsutøvelse. På denne bakgrunn synes det ikke hensiktsmessig å gå dypere inn i corporate governance-temaer på landnivå på dette stadium.

Avkastning og risiko

Fremvoksende markeder utgjør en relativt liten del av den samlede markedskapitaliseringen til verdens aksjemarkeder, og effekten på et fond som SPU vil derfor være begrenset. I dette avsnittet er det foretatt en analyse av avkastnings- og risikokarakteristika ved referanseporteføljen for aksjer som en følge av en inkludering av fremvoksende markeder. I analysen er det benyttet historiske avkastningsserier for FTSE All World developed, FTSE All World Advanced Emerging, FTSE All World Secondary¹⁰. Dataene går fra 1994 til desember 2007 og det er benyttet dollar som basevaluta. Det er antatt kontinuerlig rebalansering til angitte vekter i de ulike markedene. De vektene som er benyttet, er basert på markedskapitalisering per desember 2007, justert for strategiske vekter. Det er lagt til grunn 10 % vektning av fremvoksende markeder (5 % FTSE All World Advanced Emerging og 5 % FTSE All World Secondary) og 90 % vektning av utviklede markeder.

Som vist i tabell 1.3, er fremvoksende markeder gjennomgående mer volatile enn utviklede markeder. For perioden sett under ett er risikoen i fremvoksende markeder, uttrykt ved årlig stan-

¹⁰ Medium og store selskaper inkludert, «small cap» ekskludert. «Small cap» utgjør rundt 12% av FTSE Global All-Cap indeksen per desember 2007. Dette antas ikke å påvirke konklusjonen av analysen i vesentlig grad da fordelingen på selskapsstørrelse er relativt lik innen de tre landkategoriene.

Tabell 1.3 Annualisert avkastning

	Geometrisk avkastning		Aritmetrisk avkastning	
	Fremvoksende markeder	Utviklede markeder	Fremvoksende markeder	Utviklede markeder
Hele perioden	9,0 %	9,7 %	8,6 %	9,2 %
Januar 1994 – Desember 1998	-9,3 %	16,1 %	-9,7 %	14,9 %
Januar 1999 – Desember 2003	16,8 %	3,1 %	13,0 %	2,6 %
Januar 2004 – Desember 2007	25,9 %	10,5 %	31,0 %	13,3 %

Tabell 1.4 Annualisert volatiliteter basert på daglig avkastning

	Fremvoksende markeder	Utviklede markeder
Hele perioden	17,1 %	13,0 %
Januar 1994 – Desember 1998	17,9 %	11,1 %
Januar 1999 – Desember 2003	16,6 %	16,2 %
Januar 2004 – Desember 2007	16,6 %	10,2 %

dardavvik, 32 % høyere enn i utviklede markeder. Dersom man ser på ulike delperioder, har svingningene i fremvoksende markeder vært vesentlig høyere i to av periodene, og marginalt høyere i en av periodene.

For perioden 1994-2007 sett under ett er avkastningen i fremvoksende markeder noe lavere enn i utviklede markeder (se tabell 1.3). En nærmere analyse viser at advanced emerging hadde en noe større avkastning, mens secondary emerging hadde en noe lavere avkastning enn utviklede markeder.

Ved nedbrytning på delperioder har fremvoksende markeder hatt en vesentlig mindrevkastning i den første perioden, mens det i de to andre delperiodene var vesentlig meravkastning.

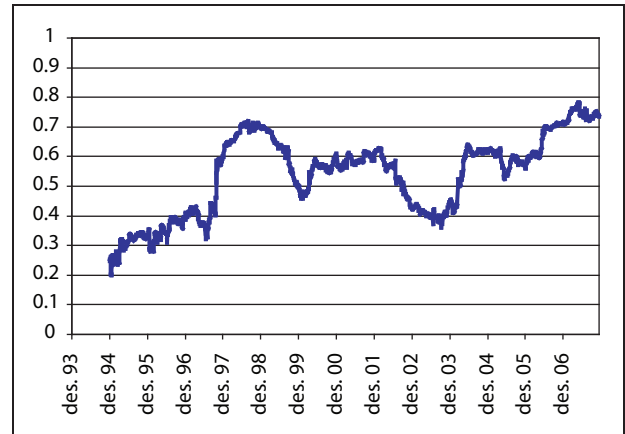
Når det gjelder samvariasjonen mellom markedene har denne vært varierende i perioden.

I perioden sett under ett er korrelasjonen 0,51. Dette er en svak samvariasjon, noe som gir god diversifiseringseffekt på porteføljenivå. På tross av at volatiliteten i fremvoksende markeder har vært vesentlig høyere enn utviklede markeder i denne perioden, ville ikke risikoen på referanseindeksen ha økt dersom fremvoksende markeder hadde blitt inkludert. Dette gjelder perioden sett under ett.

Denne konklusjonen er også gjeldene i to av de første delperiodene. I den siste del perioden (januar 2004 – desember 2007) ville volatiliteten til referanseindeksen økt dersom fremvoksende

Tabell 1.5 Korrelasjon mellom avkastning i fremvoksende og utviklede markeder, basert på daglige prisobservasjoner

Hele perioden	0,51
Januar 1994 – Desember 1998	0,37
Januar 1999 – Desember 2003	0,52
Januar 2004 – Desember 2007	0,78



Figur 1.2 Utvikling i rullerende historisk korrelasjon

markeder ble inkludert. Av figur 1.2 kan det synes som om samvariasjonen mellom utviklede og fremvoksende markeder er økende.

Tabell 1.6 viser beregnet årlig volatilitet for en referanseindeks som også inkluderer fremvoksende markeder.

Det stor usikkerhet knyttet til å si noe om hvilke sammenhenger som vil gjelde fremover, men det er trolig grunn til å vektlegge de seneste dataene som et bedre estimat på fremtidige sammenhenger. Økt globalisering og noe likere næringsstruktur mellom fremvoksende og utviklede markeder, samt utvikling av betryggende oppgjørssystemer og juridiske rammer vil kunne medføre større grad av samvariasjon. Det vil dog fortsatt være slik at diversifiseringseffekter knyttet til fremvoksende markeder kan utnyttes til å oppnå gunstig risikjustert avkastning. Basert på historiske data vil en portefølje bestående av utviklede og fremvoksende markeder ha lavere svingningsrisiko enn en portefølje bestående av kun utviklede markeder. Spesielt vektingen av fremvoksende markeder, men også diversifiseringseffekten, gjør at en inkludering vil gi marginale effekter på porteføljens risikoprofil.

6 Anbefaling

Norges Bank anbefaler at referanseporteføljen for aksjer i Statens pensjonsfond – Utland utvides til å omfatte alle de land som til enhver tid er klassifisert som enten «Developed», «Advanced Emerging» eller «Secondary Emerging» innenfor FTSE Global All-Cap. De vurderinger som gjøres av FTSE i forhold til å klassifisere markedene, er etter bankens oppfatning robuste og tilstrekkelige

Tabell 1.6 Annualisert volatiliteter basert på daglig avkastning

	Fremvoksende markeder	Utviklede markeder	«Ny» portefølje
Hele perioden	17,1 %	13,0 %	12,8 %
Januar 1994 – Desember 1998	17,9 %	11,1 %	11,0 %
Januar 1999 – Desember 2003	16,6 %	16,2 %	15,9 %
Januar 2004 – Desember 2007	16,6 %	10,2 %	10,3 %

til at landene kan inngå i referanseporteføljen til fondet. Ved å basere seg på etablerte årlige evalueringprosesser hos indeksleverandør oppnås en forenkling og forbedring ift. overvåking og vedlikehold av godkjente land. Kriteriene som FTSE baserer seg på, er transparente og vurderes av Norges Bank til å være dekkende i forhold til å klassifisere markedenes egnethet for internasjonale investorer. Endringer i indeksene kommuniseres i god tid for å minimere markedspåvirkning.

Samtidig legger Norges Bank til grunn at gjeldende krav til en adekvat godkjenningssprosess for ethvert nytt land videreføres før investering i et nytt marked iverksettes. Foruten en ekstra og selvstendig vurdering av mange viktige kriterier som allerede er behandlet av FTSE, sikrer denne prosessen at NBIM har rutiner, prosesser og systemer som kan håndtere disse aksjeinvesteringene på en tilfredsstillende måte. Norges Bank har hatt særlig fokus på oppgjørs- og avregningssystemer og problemstillinger knyttet til «corporate governance» i sin vurdering av kriterier for inkludering av fremvoksende markeder i SPUs referanseportefølje for aksjer.

Inkludering av fremvoksende markeder i fondet referanseportefølje vil ikke påvirke fondets av-

kastnings- og risikoegenskaper i vesentlig grad. Dette følger av relativt lav vekt i referansen samt visse diversifikasjonsgevinster. Det er imidlertid grunn til å anta at fremvoksende markeder over tid vil utgjøre en mer signifikant andel av aksjemarkedsuniverset, og det kan av denne grunn være hensiktsmessig for fondet å få eksponering mot disse markedene i en så tidlig fase som mulig. NBIM vil i den løpende forvaltningen gjøre en rekke avveininger i forhold til å replikere referanseindeksen. I disse avveiningene inngår blant annet transaksjonskostnader, oppgjørsrisiko, legal risiko, makro økonomiske forhold og i hvilken grad avvik fra referanseporteføljen bidrar til utnyttelse av rammen for aktiv risiko.

Med hilsen

Svein Gjedrem Yngve Slyngstad

Vedlegg (tilgjengelig på www.regjeringen.no/spf)

1. NBIMs prosess for godkjenning av nye land (eng.)
2. FTSEs landevalueringssystemer (eng.)
3. Sammendrag av markedsregulering i hvert av de 19 nye landene (eng.)

Vedlegg 2

Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland – eierandelsbegrensningen

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 1. februar 2008

1 Innledning

Vi viser til departementets brev av 19. november 2007 hvor Norges Bank anmodes om å foreta en fornyet vurdering av spørsmålet om heving av grensen for tillatt eierandel i enkeltelskaper, jf tidligere brev fra Norges Bank av 11. mars 2005.

Norges Bank anser det som viktig at grensen for tillatt eierandel heves, og fremmer forslag om at grensen settes til 15 prosent av stemmeberettigede aksjer i enkeltelskaper. Behovet for en slik økning er særlig begrunnet ut fra at kapitalen under forvaltning i SPU har økt betydelig, og at retningslinjene for sammensetning av referanseporteføljen er endret til 60 prosent aksjer og nå også inkluderer mindre selskaper. Det understrekes at dette ikke innebærer et forslag om å endre prinsippet om at Norges Bank fortsatt skal være en finansiell (og ikke en strategisk) eier. Norges Bank har ikke til hensikt om å øke tilsvarende grense på 5 prosent som gjelder for Investeringsporteføljen i valutareserve.

Det vises for øvrig til at Norges Bank i et eget brev også fremmer et forslag om at det i rammevilkårene for SPU åpnes for å kunne investere i selskaper i forkant av børsnotering.

2 Historikk

Forskrift om forvaltning av SPU inneholder i §6 en bestemmelse om maksimal grense for eie av aksjer utstedt av et selskap:

«Investeringene kan ikke plasseres slik at fondet oppnår en eierandel på mer enn fem prosent av de aksjene i ett enkelt selskap som gir stemmerett.

[...] Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser.»

Opprinnelig var eiergrensen i SPU satt til 1 prosent og skulle regnes i forhold til både stemmeberettigede aksjer og i forhold til det enkelte selskaps aksjekapital. Den ble deretter hevet til 3 prosent i 2000. Da Norges Bank i brevet til Finansdepartementet av 11. mars 2005 foreslo å øke grensen fra 3 til 10 prosent, ble følgende punkter fremhevet:

- Norges Bank skal (som den registrerte eier for aksjer i SPU) fortsatt være en finansiell investor, og ikke en strategisk investor.
- Eiergrensen kan ikke begrunnes ut fra behov for å diversifisere investeringene. Hensynet til diversifisering tas gjennom valg av referanseindeks og rammen for relativ volatilitet.
- Grensen på 3 prosent var i stigende grad blitt en faktisk begrensning på den interne og eksterne forvaltningens mulighet til å ta ønsket risiko gjennom enkeltposisjoner.
- En mindre heving av grensen ville på sikt ikke være tilstrekkelig for løse utfordringene.

Finansdepartementet behandlet forslaget i Nasjonalbudsjettet 2006 og gjennom forskriftsendring ble grensen økt fra 3 til 5 prosent. Det ble samtidig pekt på at videre vekst i fondet og endringer i dets strategi ville kunne påvirke beslutningen om maksimal eierandel, og at en eventuell ny vurdering ville kunne bygge på erfaringene med grensen på 5 prosent.

I mars 2006 foreslo Norges Bank en endring i ordlyden i forskriftens § 6, slik at eiergrensen bare skulle gjelde i forhold til stemmeberettigede aksjer og ikke også i forhold til aksjekapital. Det ble fremhevet at forslaget ikke ville endre at banken skal være en finansiell investor, og at det ikke var behov for denne restriksjonen for å sikre diversifisering av porteføljen. Det ble videre pekt på at en endring ville tydeliggjøre hvilke instrumenter (ut over aksjer med stemmerett) som skulle hensyntas ved beregning av eierandelen. Det ble lagt til grunn at instrumenter som kan brukes til å

oppnå en eierposisjon som gir adgang til å utøve stemmerett skal tas med ved slike beregninger. Finansdepartementet fulgte opp dette forslaget i Revidert nasjonalbudsjett 2006, og forskriften ble endret til dagens ordlyd med virkning fra 1. juni 2006.

I Stortingsmelding nr. 24 (2006-07) om forvaltningen av SPU i 2006 ble utvidelsen av referanseporteføljen for SPU til også å omfatte aksjer i små selskaper behandlet. Denne utvidelsen er nå vedtatt og under implementering. Departementet peker i sin vurdering på at «dersom små selskaper kommer med i referanseporteføljen, vil forvalterne trolig ønske å øke sine beholdninger for å beholde størrelsen på de aktive posisjonene. Begrensningen på 5 pst. kan gjøre dette vanskeligere.»

3 Relevante utviklingstrekk

Verdien av SPU er under sterk, kontinuerlig, vekst. Da Norges Bank fremmet forslaget om økning av tillatt eierandel i 2005 var aksjeporteføljen i SPU på 427 milliarder kroner. Finansdepartementet anslår i Nasjonalbudsjettet 2008 at tilflyten til fondet blir 265 milliarder kroner i 2008. Retningslinjene for SPU er endret slik at aksjeandelen i referanseporteføljen utgjør 60 prosent, og innfasing av denne endringen pågår nå. Aksjeporteføljen i SPU vil innen kort tid være fire ganger større enn da Norges Bank opprinnelig fremmet forslaget om heving av grensen til 10 prosent.

Et annet viktig utviklingstrekk er at referanseporteføljen nå også omfatter små selskaper. Det innebærer at antall selskaper i referanseporteføljen har økt fra rundt 2400 til 6900. Dette fører i seg selv til et behov for høyere eierandel fordi investeringene her vil være mer konsentrerte.

4 Behovet for økning av øvre grense for eierandel

Norges Bank anser samlet sett at det er et sterkt behov for å øke grensen for tillatt eierandel for aksjeinvesteringene i SPU, og at den mest hensiktsmessig settes til 15 prosent.

En viktig komponent i Norges Banks investeringsstrategi for å skape meravkastning har vært å ta et stort antall uavhengige og ukorrelerte investeringsbeslutninger. Som ledd i denne strategien benyttes det et stort antall interne og eksterne forvaltere, hvor hver forvalter får tildelt et investe-

ringsunivers avgrenset geografisk og/eller til en eller flere sektorer. For å hindre overtredelse av forskriften må det deles ut kvoter til de enkelte forvalterne, som også tar høyde for visse sikkerhetsmarginer. Samlet medfører dette betydelige operasjonelle utfordringer, samt en begrensning i den risiko som kan legges ut i hver delportefølje.

Ved kjøp av eksterne forvaltningstjenester må Norges Bank legge begrensninger på eierandelen i enkeltsselskap som ikke er vanlig i markedet. For å kunne overholde slike restriksjoner må de eksterne forvalterne ofte allokere en mindre relativ andel av Norges Banks portefølje til enkeltsselskaper enn for andre kunder. De eksterne forvalterne tvinges på denne måten til å behandle Norges Bank forskjellig fra andre kunder, noe som også resulterer i at avkastningen i ettertid blir vanskelig å sammenligne med det som oppnås for andre kunder. I tillegg har porteføljen i dag en mindre andel forvaltet i eksterne mandater og en lavere samlet risikotaking enn vi ville hatt dersom grensen for tillatt eierandel var høyere.

Norges Bank kan dessuten fra tid til annen ha ønske om å delta i relativt store kapitalutvidelser i enkelte selskaper som ønsker rekapitalisering. Med en lav eierandelsbegrensning vil Norges Bank kun stille med et begrenset beløp på et tidlig tidspunkt i en slik rekapitalisering.

Som redegjort for i tidligere brev fra Norges Bank, er det ikke behov for at bestemmelsen om eierandel skal sikre diversifisering i fondet. Aksjereferansen består i dag av om lag 6900 aksjer etter at også små selskaper er inkludert. Antall aksjer i fondet er i overkant av 7400. Fra et diversifikasjonsperspektiv har eierandelen i et enkelt selskap liten betydning, derimot bestemmes diversifikasjonsgraden gjennom valg av referanseportefølje og fastsettelsen av ramme for relativ volatilitet (aktiv risiko) utover denne referanseporteføljen.

De største fondene i Europa som det er naturlig å sammenlignes med har ikke en eierandelsbegrensning. De nederlandske fondene ABP og PGGM samt det britiske Hermès har ikke fastsatt noen øvre grenser for eierandeler i enkeltsselskaper.

Norges Bank har gjennom den eksterne forvaltningen kontakt med et stort globalt nett av porteføljeforvaltere. Det er vanlig praksis i markedet for finansielle investorer å benytte 15 eller 20 prosent som internt pålagt begrensning for eierandel.

Norges Bank ser ikke behov for å foreta endringer i prinsippene for beregning av eierandeler.

I tråd med Norges Banks brev av 9. mars 2006, og departementets vurderinger i Revidert nasjonalbudsjett 2006 pkt. 3.4.2.4, gjelder eiergrensen for beholdninger av aksjer med stemmerett og for beholdninger av andre instrumenter (inkl. ADR, GDR og derivater) som kan brukes til å oppnå en eierposisjon som gir adgang til å utøve stemmerett.

5 Rollen som finansiell investor

Som det fremgår av tidligere redegjørelser og vurderinger knyttet til størrelsen på tillatt eierandel i SPU, har det sentrale hensynet bak denne grensen vært å sikre at fondet forblir en finansiell investor, og at fondet ikke utøver strategisk eierskap. Som nevnt i vårt brev av 11. mars 2005 er det etter bankens oppfatning ikke den prosentvise grensen for eierskap som er avgjørende for skillet mellom en «strategisk» og en «finansiell» investor, men snarere hvilke mål investoren har for sine investeringer samt hvordan investoren gjennom sine handlinger utnytter den innflytelse han har som en større eier.

I den siste tiden har det vært en internasjonal diskusjon rundt rollen til såkalte Sovereign Wealth Funds. Det vises blant annet til forslag fra US Secretary of Treasury Mr. Henry Paulson i oktober 2007 om behovet for å etablere «best market practice» for slike fond. I debatten rundt Sovereign Wealth Funds har det særlig blitt reist spørsmål rundt manglende innsyn i fondenes investeringsstrategi og utøvelse av eierskap, og hvilken betydning det har å få slike fond inn på eiersiden. Det har blant annet vært hevdet at manglende innsyn gir en tilhørende uforutsigbarhet knyttet til enkelte Sovereign Wealth Funds. Størrelsen på eierskap i enkeltelskaper har i seg selv ikke vært trukket frem som noe negativt. Vurderingen av SPU synes gjennomgående å ha vært positive¹. Det legges vekt på at eier og forvalter gir større grad av innsyn i investeringsstrategi og eierskap

enn hva som er vanlig for andre Sovereign Wealth Funds.

Norges Bank skal som forvalter av SPU opptre som en finansiell investor. Forskriftens §6 annet ledd siste setning foreslås videreført, og det foreslås ingen endringer i de etiske retningslinjene som setter rammer for bankens eierskapsutøvelse for SPU. Som fortsatt finansiell investor legger Norges Bank til grunn at bankens ansatte eller representanter ikke skal la seg velge inn i selskapenes styrende organer.

Norges Bank forvalter også Investeringsporteføljen i valutareserve, som ved utgangen av 2007 var på 214 milliarder kroner. Norges Banks prinsipper for eierskapsutøvelse gjelder felles for begge fondene. Dersom grensen for eierskap i SPU heves til 15 prosent, vil Norges Banks samlede eierskap kunne være inntil 20 prosent. Gitt den betydelig mindre størrelsen på Investeringsporteføljen og den sammenfallende investeringsstrategien, er et samlet eierskap av denne størrelsen usannsynlig. Norges Bank har ikke til hensikt å øke grensen for eierskap som gjelder for Investeringsporteføljen i valutareserve.

6 Forslag til endringer

§ 6, første ledd, i forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland foreslås endret til:

«Investeringene kan ikke plasseres slik at fondet oppnår en eierandel på mer enn femten prosent av de aksjene i ett enkelt selskap som gir stemmerett.»

Med hilsen

Svein Gjedrem Yngve Slyngstad

¹ I det amerikanske finansdepartementets halvårslige rapport til kongressen i juni 2007 om internasjonal økonomisk utvikling og valutakurser (Report to Congress on International Economic and International Exchange Rate Policies, US Treasury June 2007) står det i en fotnote til vedlegg III: "Norway's Government Pension Fund-Global is broadly recognized as exemplifying best practices in transparency."

Vedlegg 3

Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland – inkludering av selskaper som skal noteres

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 1. februar 2008

1 Innledning

Vi viser til Norges Banks brev til Finansdepartementet av 20. oktober 2006, hvor det blant flere endringsforslag ble fremmet forslag om å utvide investeringsuniverset for Statens pensjonsfond – Utland (SPU) slik at det kan investeres i aksjer som ventes å bli notert på en regulert og anerkjent markedsplass i løpet av de neste 24 månedene. Finansdepartementet behandlet de fleste av bankens endringsforslag i Stortingsmelding nr. 24 (2006-2007), men spørsmål knyttet til unoterte aksjer ble ikke vurdert.

Norges Bank fremmer i dette brevet på nytt forslag om at investeringsuniverset for SPU utvides slik at det kan investeres i aksjer som ventes å bli notert på en regulert og anerkjent markedsplass.

2 Utvidelse av investeringsuniverset til å inkludere selskaper som skal noteres

En viktig komponent i Norges Banks investeringsstrategi for å skape meravkastning har vært å ta et stort antall uavhengige og ukorrelerte investeringsbeslutninger. Denne strategien vil videreføres. I den videre utviklingen av rammevilkårene for SPU bør det legges vekt på å åpne opp for flere og uavhengige muligheter til å skape meravkastning. Dagens rammevilkår begrenser aksjeinvesteringene til egenkapitalinstrumenter som er notert på regulert og anerkjent markedsplass. For en stor og langsiktig portefølje som SPU ligger det et potensial for lønnsomhet i også å kunne investere i selskaper på et tidlig stadium i selskapenes utvikling, herunder i perioden frem mot notering, samt i selskaper som er tatt av børs men forbereder ny notering.

I brevet av 20. oktober 2006 argumenterte Norges Bank for at det på sikt åpnes generelt opp

for unoterte aksjer, med en øvre ramme på 5 prosent av SPUs samlede aksjeinvesteringer. Som kortsiktig tiltak mente Norges Bank at investeringsuniverset burde inkludere aksjer som det er grunn til å tro vil noteres i løpet av de neste 12 til 24 månedene. Norges Banks hovedstyre vedtok høsten 2006 en slik endring for Investeringsporteføljen i valutareservene. Vi mener dette også bør gjennomføres for SPU, men med en noe annen avgrensning. Norges Bank ser behov for at bestemmelsen bør omfatte tilfeller med en lengre tidshorisont enn 24 måneder. Det foreslås derfor at bestemmelsen for SPU generelt omfatter selskaper som har besluttet å få selskapets aksjer notert.

Norges Bank anbefaler at investeringsuniverset for SPU utvides slik at det blir tillatt å eie aksjer i selskaper som har søkt eller har konkrete planer om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass. Fremfor å fastsette en tidsgrense for når notering ventes å skje, foreslås det at utvidelsen gjelder for aksjer utstedt av selskaper som har besluttet å få selskapets aksjer notert. På dette punktet tilsvarer vårt forslag til formulering (se nedenfor) den som departementet har fastsatt for Statens pensjonsfond – Norge.

Som for alle andre investeringer i SPU, vil Norges Bank ha en plikt til å påse at banken har betryggende risikosystemer og kontrollrutiner som fanger opp aksjer som ennå ikke er notert. Dette vil også omfatte et krav til betryggende verdsetting av slike investeringer.

3 Forslag til endringer

Som nytt sjette ledd i § 4 i forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland foreslås:

«Porteføljen kan innenfor samme valuta- og regionfordeling plasseres i egenkapitalinstrumenter som ikke er tatt opp til notering på regulert og anerkjent markedsplass dersom sel-

skapet har søkt eller har konkrete planer om å søke opptak på slik markeds plass.»

Med hilsen

Gjeldende sjette ledd blir nytt syvende ledd.

Svein Gjedrem Yngve Slyngstad

Vedlegg 4

Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland – utvidelse til å inkludere flere framvoksende markeder

Brev fra Finansdepartementets råd for investeringsstrategi av 28. februar 2008
(oversettelse fra engelsk)

1 Bakgrunn

Finansdepartementets råd for investeringsstrategi (Strategirådet) har i et brev av 26. november 2007 fra Finansdepartementet blitt bedt om å gi råd om hvilke ytterligere framvoksende markeder, om noen, som bør inkluderes i fondets referanseportefølje for aksjer.

Strategirådets mandat vektlegger følgende fire overordnede prinsipper som gjelder for fondets investeringer:

- Siktemålet med forvaltningen av fondet er å oppnå en høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko.
- Fondet skal være en finansiell investor og ikke et redskap for strategisk eierskap i enkeltelskaper.
- Fondet skal være veldiversifisert.
- Det skal legges til grunn en langsiktig investeringshorisont.

Disse prinsippene danner hovedpremissene for Strategirådets anbefalinger i dette brevet.

Det inngår ikke i rådets mandat å gi råd om etiske spørsmål, hvilket tilligger Etikkrådet.

2 Investeringer i framvoksende aksjemarkeder

Begrepet «framvoksende aksjemarked» henviser til et aksjemarked som er i en utviklingsfase, karakterisert ved økende størrelse, aktivitet eller at markedet blir mer sofistikert. Et aksjemarked klassifiseres vanligvis som framvoksende dersom det er lokalisert i en økonomi med lav eller midtels inntektsnivå eller dersom dets investerbare markedskapitalisering er lav relativt til brutto nasjonalinntekt.

Typiske kjennetegn ved framvoksende aksjemarkeder er investeringsrestriksjoner som for ek-

sempel grenser for utenlandsk eierskap, kapitalkontroll, omfattende offentlig engasjement i børsnoterte selskaper og andre reguleringer som påvirker utenlandske investeringer. I tillegg er det viktig for potensielle utenlandske investorer å vurdere markedenes operasjonelle effektivitet, kvaliteten på markedsregulering, tilsyn og håndheving av lover og regler, praksis med hensyn til eierskapsutøvelse, minoritetsaksjonærenes rettigheter, samt informasjonstilgang og nivå på regnskapsstandarder. Ofte vil utenlandske investorer vurdere såkalte landspesifikke risikofaktorer, som for eksempel politisk, økonomisk og finansiell risiko, atskilt fra markedsrisikofaktorer.

I forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland (SPU) går det en viktig skille mellom tillatte markeder (investeringsuniverset) og markeder som inngår i fondets referanseportefølje. Referanseporteføljen kan tolkes som en indikasjon på hvor fondet *skal* investeres med mindre Norges Bank ønsker å benytte seg av risikokvoten som banken har fått tildelt for avvik fra referanseporteføljen. Tillatte markeder er de markeder som fondet *kan* investere i.

I dagens referanseportefølje, som omfatter 27 aksjemarkeder, kreves det at alle markeder er åpne for utlendinger, har tilfredsstillende lovgivning vedrørende investorers rettigheter, og tilfredsstillende minstekrav med hensyn til oppgjørssystemer, størrelse og likviditet, samt til politisk og makroøkonomisk stabilitet. Markedene bør også bidra til å øke forventet risikojustert porteføljeavkastning. Det sistnevnte kravet favoriserer markeder med høy markedskapitalisering. Den nåværende referanseportefølje omfatter følgende fem framvoksende aksjemarkeder: Brasil, Mexico, Taiwan, Sør-Korea og Sør-Afrika.

Siden 2004 har antall tillatte markeder oversteget antall markeder som inngår i fondets referanseportefølje. I 2007 ble den tidligere listen over tillatte markeder avskaffet. Etter dette har nye mar-

keder blitt godkjent i henhold til interne retningslinjer i Norges Bank, basert på generelle føringer fra Finansdepartementet med hensyn til verdivurdering, avkastningsmåling, samt risikostyring og -kontroll. Per januar 2008 har Norges Bank godkjent investeringer i 11 aksjemarkeder som ikke inngår i referanseporteføljen til SPU.

3 Metodikk for indeksering

Nye fremvoksende markeder kan inntas i fondets referanseportefølje ved bruk av referanseindeksen FTSE All Cap. Siden 2003 har FTSE utviklet sin metodikk for innlemming av nye markeder i FTSEs referanseindeks. Strategirådet er av den oppfatning at denne metodikken, beskrevet i vedlegg 1, gir mange fordeler sammenlignet med de tidligere gjennomgangene i 2000 og 2003 for innlemming av nye markeder i referanseporteføljen til SPU. Fordelene kan oppsummeres som følger:

- FTSE har utviklet et sett av grunnregler for styring av referanseindeksen for aksjer. Disse reglene gir blant annet kriterier for hvordan nye markeder kan innlemmes i, eller utelukkes fra referanseindeksen. Markeder som ikke inngår i FTSEs referanseindeks er enten for små, har for lav likviditet eller utelukkes på grunn av vurderinger knyttet til mer kvalitative risikofaktorer. Følgende kriterier må være oppfylt før et land kan innlemmes i FTSEs referanseindeks:
 - Tillatelse for ikke-statsborgere til å foreta direkte plasseringer
 - Tilgang på korrekte og oppdaterte data
 - Fravær av enhver betydelig valutakontroll som vil kunne forhindre rettidig hjemføring av investeringsbeløp eller utbytte
 - Påvist betydelig internasjonal investorinteresse for det lokale aksjemarked
 - Tilstrekkelig likviditet i markedet.
- Dersom FTSE Global All Cap innføres som referanseindeks for SPU, vil fremtidige oppgraderinger og nedgraderinger av markeder få umiddelbar innvirkning på referanseporteføljen til SPU. Dette er å foretrekke fremfor et system hvor departementet må iverksette en ny gjennomgang før referanseporteføljens markedssammensetning kan endres.
- FTSE-metodikken tar hensyn til kostnadene som påløper ved å innlemme i, eller fjerne land fra referanseindeksen. Endringer finner ikke sted ofte, og de kunngjøres minst seks måneder i forkant for å minimere markedspåvirkning.

Rådet er av den oppfatning at FTSEs metodikk for utvelgelse av markeder til den globale referanseindeksen er grundig og transparent, og derfor velegnet for SPU. Samtidig oppfylder den minstekrav på de samme områdene som i gjennomgangene i 2000 og 2003. På denne bakgrunn har rådet begrenset sin søken etter en alternativ referanseportefølje til ulike kombinasjoner av de markeder som inngår i den globale FTSE All Cap-indeksen.

4 Alternative referanseindekser

FTSE All Cap-indeksen omfatter markeder i 48 land, inkludert Norge. Gruppen av selskaper som inngår i det enkelte land er fullt ut fri flyt-justert og basert på periodiske gjennomganger. Gruppen av selskaper er også i overensstemmelse med FTSEs indeksregler, slik at den representerer den faktiske tilgangen på aksjer for utenlandske investorer. Det enkelte selskaps vekt i indeksen er justert tilsvarende. FTSEs metodikk reduserer antall selskaper i FTSE-indeksen. Som det fremgår av vedlegg 3, er antall selskaper betydelig lavere enn antallet børsnoterte selskaper i det enkelte fremvoksende marked.

Som vist i tabell 1, har FTSE inndelt landene i tre grupper: utviklede land, avanserte fremvoksende land og sekundære fremvoksende land. Sammenlignes fondets nåværende referanseportefølje med FTSE-klassifiseringene i tabell 1, ser man at referanseporteføljen omfatter samtlige av FTSEs utviklede utenlandske markeder (per januar 2008). De fem fremvoksende markedene i dagens referanseportefølje er de fem største av de avanserte fremvoksende markedene i FTSEs referanseindeks. Følgelig vil en ytterligere utvidelse av referanseporteføljen innebære plasseringer i sekundære fremvoksende markeder.

Tabell 1. Land som inngår i FTSE All Cap-indeksen. Markeder som ikke omfattes av fondets nåværende referanseportefølje er uthevet. Det norske markedet er ikke medtatt her, siden SPU ikke har tillatelse til å investere i norske verdipapirer. Endringer i FTSE-indeksen med virkning fra juni 2008 er angitt i parentes. I tillegg har FTSE kunngjort av Kina, hva angår «A»-aksjer, samt Sør-Korea og Taiwan, er under observasjon for mulig oppgradering. Hellas og Pakistan er under observasjon for mulig nedgradering/utelukkelse.

Rådet har vurdert to alternativer til den nåværende referanseporteføljen for aksjer i SPU:

Alternativ 1: FTSE All Cap. Per juni 2008 vil dette innebære en utvidelse med ett utviklet aksje-

Tabell 4.1

Utviklede	Avanserte fremvoksende	Sekundære fremvoksende
Belgia/Luxembourg	Brasil	Argentina
Finland	Mexico	Chile
Frankrike	Sør-Afrika	Kina
Hellas	Sør-Korea	Colombia
Irland	Taiwan	Tsjekia
Italia	Israel (klassifisert som utviklet marked fra juni 2008)	Egypt
Nederland		India
Portugal		Indonesia
Spania		Malaysia
Tyskland		Marokko
Østerrike		Pakistan
Storbritannia		Peru
Danmark		Filippinene
Sveits		Russland
Sverige		Thailand
USA		Tyrkia
Canada		Ungarn (klassifisert som avan- sert framvoksende fra juni 2008)
Australia		Polen (klassifisert som avansert framvoksende fra juni 2008)
Hong Kong		
Japan		
New Zealand		
Singapore		

marked (Israel), to avanserte fremvoksende markeder (Polen og Ungarn) og seksten sekundære fremvoksende markeder (Kina, India, Russland, Argentina, Chile, Colombia, Tsjekia, Egypt, Indonesia, Malaysia, Marokko, Pakistan, Peru, Filippinene, Thailand og Tyrkia).

Alternativ 2: FTSE All Cap utviklede land, FTSE All Cap avanserte fremvoksende land og kun de tre største markedene som er klassifisert som sekundære fremvoksende land. Per juni 2008 vil dette innebære en utvidelse med ett utviklet marked (Israel), to avanserte fremvoksende markeder (Polen og Ungarn) og tre sekundære fremvoksende markeder (Kina, India og Russland).

Alternativ 1 innebærer en markedsandel for fremvoksende markeder på om lag 10 pst. av den nye referanseporteføljen for aksjer (basert på de faste regionale vektene i fondets referanseportefølje). Under alternativ 2 vil andelen av fremvoksende markeder i denne referanseporteføljen bli omlag 8 pst. Landvektene for alternativ 1 og 2 er beregnet i en separat tabell i vedlegg 4. Denne tabellen bekrefter at investeringer i India, Kina og Russland vil veie tyngst blant de nye markeder

som inkluderes i begge alternativene. Hovedargumentet for å velge alternativ 2 fremfor 1 vil være en marginal diversifiseringsgevinst forbundet med å inkludere de små, sekundære fremvoksende aksjemarkedene.

5 Implikasjoner for forventet avkastning og risiko

Det er grunn til å forvente at de utvidelser av SPUs referanseportefølje med flere fremvoksende markeder som følger av alternativ 1 og 2, kun vil få marginale konsekvenser for fondets totale avkastning og risiko. Dette skyldes at de nye markedene bare vil representere små andeler av fondets samlede portefølje av aksjer og obligasjoner, og imperfekt korrelasjonen mellom avkastningen i fremvoksende aksjemarkeder og avkastningen i den resterende porteføljen.

Historiske avkastningsdata fra markedene som er representert i FTSE All Cap-indeksen er kun tilgjengelig fra og med desember 2002. Så korte tidsserier gir ikke grunnlag for analyser

som kan begrunne valg mellom alternative referanseporteføljer. Avkastningen i denne perioden understøtter likevel at virkningen av å inkludere nye framvoksende aksjemarkeder i referanseporteføljen vil gi begrenset virkning på fondets samlede risiko over tid. Mens risikoen forbundet med FTSEs utviklede markeder i denne perioden var 9,1 pst. (målt ved årlige standardavvik i nominell avkastningsrate, der US dollar er brukt som pengeenhet), var de tilsvarende tall for FTSE avanserte og sekundære fremvoksende markedene henholdsvis 17,1 og 17,4 pst. Tilsvarende tall for risikoen i en aksjeportefølje konsistent med FTSE All Cap-indeksen, inkludert alle fremvoksende markeder, var 9,4 pst. Det var bare marginalt høyere enn tallet for de utviklede markedene (9,1 pst.).

De fem årene siden 2002 var en meget gunstig periode for de som hadde investert i fremvoksende aksjemarkeder. Gjennomsnittlig årlig nominell avkastning i FTSEs fremvoksende aksjemarkeder (avanserte pluss sekundære) var 36 pst. i denne perioden (basert på US dollar som pengeenhet), sammenlignet med 19 pst. i utviklede markeder. Det hevdes ofte at man bør forvente høyere realavkastning i fremvoksende markeder enn i utviklede, siden det er grunn til å forvente høyere økonomisk vekst i de førstnevnte. I en empirisk studie av Dimson, Marsh og Staunton¹ påpekes det imidlertid at BNP-vekst ikke har vært en god indikator for aksjeavkastning. Faktisk finnes det ikke empirisk belegg for å tro at fremvoksende land der det er grunn til å forvente høy BNP-vekst, også vil gi relativt høy aksjeavkastning.

Rådet er av den oppfatning at det beste argumentet for å utvide referanseporteføljen med flere fremvoksende aksjemarkeder er forholdsvis lav samvariasjon med avkastningen av verdipapirer fra utviklede markeder. Det begrenser økningen i samlet porteføljerisiko. Som nevnt i innledningsavsnittet, hviler fondets investeringsstrategi på prinsippene om at fondet skal være veldiversifisert og investeringshorisonten langsiktig. Det oppnås gjennom investeringer i en bred portefølje som i størst mulig grad omfatter investerbare aktiva i hele verden. På lang sikt forventes denne strategien å gi høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Rådets oppfatning er at valg av alternativ 1, altså en referanseportefølje basert på FTSE All Cap-indeksen, vil være konsistent med de overordnede prinsippene bak investeringsstrategien. Dette gjelder selv om det er vanskelig å

kvantifisere den forventede økning i risikojustert avkastning på lang sikt av å velge alternativ 1 fremfor alternativ 2.

Fremvoksende aksjemarkeder utgjør i dag ca. 10 pst. av referanseindeksen FTSE All Cap. Der som denne andelen i fremtiden øker som følge av sterk vekst i de fremvoksende aksjemarkedene, vil det være en fordel for SPU å gå tidlig inn i disse markedene.

Strategirådet har også gjennomgått landrisiko, som målt ved International Country Risk Guide (ICRG), utarbeidet av Political Risk Services. Indeksen omfatter politisk, finansiell og økonomisk risiko, og er en samlet landrisikoindeks hvor politisk risiko veier dobbelt så mye som de to andre risikofaktorene. Indeksverdiene er presentert i vedlegg 2. Disse tallene tyder på at det er lav landrisiko forbundet med investeringer i Polen og Ungarn. Investeringer i Kina, India og Russland ser ut til å innebære politisk risiko på et moderat nivå, samt lav samlet landrisiko. Blant de resterende tolv landene som er klassifisert som sekundære fremvoksende markeder av FTSE, er det stor spredning i indeksverdiene. Totalt sett tyder indeksverdiene på at disse markedene er eksponert for moderat politisk risiko, og lav sammensatt landrisiko.

Rådet er av den oppfatning at landrisiko ikke bør forhindre SPU fra å oppnå bredere eksponering overfor fremvoksende aksjemarkeder. Gjennomgangen av ICRG peker snarere i favør av å velge den mest mulig vidtfavnende referanseindeks for investerbare markeder.

6 Andre fonds referanseporteføljer for aksjer

De fleste store institusjonelle investorer har deler av sine aksjeporteføljer plassert i fremvoksende aksjemarkeder. CEM Benchmarking² har definert en sammenligningsgruppe for Statens Pensjonsfond – Utland, bestående av de 19 største pensjonsfondene i verden. 13 av disse fondene praktiserte retningslinjer som innebar en spesiell allokering til fremvoksende aksjemarkeder. Ved utgangen av 2006 var disse 13 fondenes gjennomsnittlige allokering 53 pst. til børsnoterte aksjer. Den gjennomsnittlige andel av aksjeporteføljene allokert til fremvoksende aksjemarkeder var 5,5 pst. Store institusjonelle investorer har også

¹ Dimson, Marsh og Staunton, 2005. Economic growth and global investment returns. Global Investment Returns Yearbook 2005.

² Finansdepartementet har i flere år gitt CEM Benchmarking Inc. i oppdrag å sammenligne forvaltningen av SPU med forvaltningen av andre fond.

investeringer i fremvoksende markeder i andre aktivaklasser som obligasjoner, fast eiendom og unoterte aksjer («private equity»), men i langt mindre grad enn i børsnoterte aksjer.

Enkelte av verdens største pensjonsfond har nylig økt sine investeringsandeler i fremvoksende aksjemarkeder. I henhold til investeringsplanen for 2007-2009 til ABP, det største nederlandske pensjonsfondet, er dets strategiske aktivaallokering til fremvoksende aksjemarkeder 16 pst. av sum børsnoterte aksjer. ABP har tatt i bruk MSCI Emerging Markets-indeksen, som per juni 2007 omfatter 25 fremvoksende aksjemarkeder.

Det største amerikanske pensjonsfondet, CalPERS, benytter to ulike indeksleverandører for sin globale referanseportefølje av aksjer. For amerikanske aksjer brukes Wilshire 5000, og for internasjonale (utenom amerikanske) er referanseindeksen levert av FTSE. Den omfatter alle land som inngår i FTSEs referanseportefølje (utviklede, avanserte fremvoksende og sekundære fremvoksende). CalPERS godkjente nylig en ny struktur for vekting av den globale porteføljen av utenlandske børsnoterte aksjer, hvor vekter basert på markedskapitalisering benyttes til å fastsette alle segment- og landmål. Fremvoksende markeder vil stå for ca. 12 pst. av aksjeporteføljen.

CalPERS investerer i fremvoksende markeder ved bruk av eksterne forvaltere. Forvaltere er pålagt å vurdere land- og selskapsutsikter på grunnlag av et sett forhåndsdefinerte prinsipper, og de skal avgi årlige rapporter til CalPERS om sine anvendelser av disse prinsippene.

Eksemplene fra ABP og CalPERS gir støtte til rådets oppfatning om at utvelgelse av fremvoksende markeder for innlemmelse i fondets referanseportefølje kan baseres på FTSEs metodikk. Eksemplene illustrerer også at disse store fondene opererer med en større allokering til aksjer i fremvoksende markeder enn det SPU gjør.

7 Anbefaling fra Norges Bank

Spørsmålet om hvorvidt flere fremvoksende aksjemarkeder bør innlemmes i SPUs referanseportefølje har også vært vurdert av Norges Bank. I bankens brev av 5. februar 2008 til Finansdepartementet anbefales det bruk av FTSE Global All Cap som referanseindeks, innbefattet utviklede, avanserte fremvoksende og sekundære fremvoksende aksjemarkeder. Norges Bank skriver:

«Norges Bank anbefaler at referanseporteføljen for aksjer i Statens Pensjonsfond – Utland

utvides til å omfatte alle de land som til enhver tid er klassifisert som enten «Developed», «Advanced Emerging» eller Secondary Emerging» innenfor FTSE Global All Cap.

...

Samtidig legger Norges Bank til grunn at gjeldende krav til en adekvat godkjenningssprosess for ethvert nytt land videreføres før investering i et nytt marked iverksettes.»

Rådet er av den oppfatning at Norges Banks anbefaling er i tråd med alternativ 1, se avsnitt 4 ovenfor. Rådet har merket seg Norges Banks oppfatning, som uttrykt i brevet av 1. februar 2008, om at Finansdepartementet ikke bør ekskludere de minste landene i FTSE indeksen fra fondets referanseportefølje på grunn av begrensede diversifiseringseffekter eller ut fra operasjonelle hensyn.

8 Konklusjon

Strategirådet anbefaler at fondets referanseportefølje for aksjer utvides til å innbefatte land som til enhver tid er klassifisert som enten utviklede, avanserte fremvoksende eller sekundære fremvoksende i referanseindeksen FTSE All Cap. Dette innebærer at referanseporteføljen vil bli justert i tråd med endringer i FTSEs landklassifiseringer over tid. SPUs faktiske investeringer bør, som anbefalt av Norges Bank, være betinget av godkjenning av det enkelte marked basert på bankens interne godkjennelsesprosess for nye markeder.

Rådet har basert sin anbefaling på følgende:

- FTSEs regler for utvelgelse av markeder til bruk i den globale referanseindeksen gir en grundig og transparent metodikk for valg av en referanseportefølje bestående av både utviklede og fremvoksende markeder. Samtidig innebærer denne endringen kontinuitet, siden FTSEs kriterier inneholder minstekrav på områder som også har vært vurdert ved tidligere gjennomgang av fremvoksende markeder i fondets referanseportefølje.
- SPUs investeringsstrategi hviler på prinsippene om at fondet skal være veldiversifisert og investeringshorisonten langsiktig. Dermed oppnås en høyest mulig forventet avkastning innfor moderat risiko på lang sikt. En utvidelse av referanseporteføljen for aksjer til å omfatte alle fremvoksende aksjemarkeder som inngår i referanseindeksen FTSE All Cap er konsistent med de grunnleggende prinsippene bak investeringsstrategien.

- Konsekvensene for SPUs samlede risiko og avkastning forventes å bli små.
- Dersom de fremvoksende aksjemarkedene kommer til å vokse raskere enn de utviklede, vil det være en fordel for SPU å delta i disse markedene på et tidlig tidspunkt.
- Rådet har merket seg at enkelte meget store internasjonale fond nylig har økt sine investeringsandeler i fremvoksende aksjemarkeder. Disse fondene har valgt mer vidtfavnende referanseporteføljer for aksjer enn det SPU har, gjennom en større allokering til aksjer i fremvoksende markeder. Denne investeringsstrate-

gien gir støtte til rådets oppfatning om at en utvidelse av SPUs referanseportefølje kan baseres på FTSEs metodikk.

Oslo, 28. februar 2008

Erling Steigum (leder)
Bodil Nyboe Andersen
Elroy Dimson
Ida Helliesen
Thore Johnsen
Eva Liljebloom

Vedlegg 1

Utdrag fra «Grunnregler for styring av indeksserien FTSE Global Equity», versjon 2.0, januar 2007.

1 Kriterier for innlemmelse

1.1 Følgende kriterier må være oppfylt før et land kan innlemmes i indeksserien FTSE All World eller indeksserien FTSE Global Small Caps:

- Tillatelse for ikke-statsborgere til å foreta direkte plasseringer
- Tilgang på korrekte og oppdaterte data
- Fravær av enhver betydelig valutakontroll som vil kunne forhindre rettidig hjemføring av investeringsbeløp eller utbytte
- Påvist betydelig internasjonal investorinteresse for det lokale aksjemarked
- Forekomst av tilstrekkelig likviditet i markedet

Et lands klassifisering som utviklet, avansert fremvoksende eller sekundært fremvoksende avhenger av følgende faktorer (se tabell 4.2):

2 Tilføyelse av nye land

2.1 Nye land som etter FTSEs policygruppes og FTSEs regionalkomiteers oppfatning oppfyller disse grunnregler kan tilføyes når som helst etter forhåndskunngjøring.

2.2 Nye regionindekser kan tilføyes når som helst etter forhåndskunngjøring.

2.3 Land og markeder som i øyeblikket er kvalifisert for innlemmelse i indeksserien FTSE Global Equity er angitt i et vedlegg til indeksreglene.

2.4 Land- og regionindeksene som i øyeblikket beregnes for indeksserien FTSE Global Equity er angitt i et vedlegg til indeksreglene.

3 Kriterier for endring av lands klassifisering

3.1 FTSEs regionalkomiteer vil revurdere klassifiseringen av land som utviklet, avansert fremvoksende og sekundært fremvoksende på jevnlig basis.

3.2 Land kan endre status mellom utviklet, avansert fremvoksende og sekundært fremvoksende ut fra kriteriene i grunnregel 2.1.2. FTSEs policygruppe vil publisere en liste over land som er under observasjon for mulig oppgradering eller nedgradering, og vil normalt gi minst tre måneders varsel før den endrer noe lands klassifisering.

4 Opphør eller suspensjon

4.1 Dersom ett eller flere av kriteriene for innlemmelse, som definert i grunnregel 2.1.1, ikke er oppfylt av et land som inngår i indeksen vil opphør eller suspensjon av alle relaterte indeksberegninger kunne bli gjennomført etter vurdering fra den relevante FTSE regionalkomité og godkjenning fra FTSEs policygruppe.

Tabell 4.2

Primærfaktorer	Sekundærfaktorer
Datakvalitet: tilgjengelighet og oppdaterthet	Effektive oppgjørssystemer
Fri flyt av utenlandsk valuta	Likviditet – minsteomsetning i aksjemarkedet
BNP (per innbygger)	Markedets modenhet
Markedsbredde: antall kvalifiserte aktører	Medlemskap i økonomisk gruppering eller felles valutablokk
Markedsdybde: antall næringssektorer	Aksjemarkedets samlede kapitalisering
Pålitelig kursinformasjon	
Aksjemarkedets kapitalisering vs. BNP	
Ingen/lave restriksjoner på utenlandske investeringer	

Vedlegg 2

Indeks over landrisiko fra International Country Risk Guide (ICRG). Per juli 2007.

Tabell 4.3

ICRG landrisiko	Politisk	Økonomisk	Finansiell	Sammensatt
25 utviklede land (Minimum)	83,8 ML (61,5 M)	42,5 ML (36,0 L)	39,4 L (31,0 M)	82,9 ML (72,8 L)
5 fremvoksende markeder i nåværende referanseportefølje (Minimum)	72,1 L (65,5 M)	40,2 ML (38,0 L)	41,8 ML (39,0 L)	77,1 L (71,3 L)
Polen + Ungarn (Polen) (Ungarn)	76,3 L (75,0 L) (77,5 L)	36,3 L (39,5 L) (33,0 M)	36,3 L (38,5 L) (34,0 M)	74,4 L (76,5 L) (72,3 L)
Kina + India + Russland (Kina) (India) (Russland)	65,8 M (69,5 M) (62,5 M) (65,5 M)	40,2 ML (41,5 ML) (35,0 L) (44,0 ML)	45,2 ML (47,5 ML) (43,0 ML) (45,0 ML)	75,6 L (79,3 L) (70,3 L) (77,3 L)
Resterende sekundære fremvoksende markeder	65,2 M	38,4 L	39,5 L	71,5 L
(Argentina)	(70,5 L)	(41,0 ML)	(37,5 L)	(74,5 L)
(Chile)	(80,5 ML)	(44,5 ML)	(40,5 ML)	(82,8 ML)
(Colombia)	(56,0 H)	(38,5 L)	(36,0 L)	(65,3 M)
(Tsjekkia)	(80,0 ML)	(38,0 L)	(39,5 L)	(78,8 L)
(Egypt)	(61,0 M)	(34,5 M)	(41,5 ML)	(68,5 M)
(Indonesia)	(61,0 M)	(38,0 L)	(40,0 ML)	(69,5 M)
(Malaysia)	(77,0 L)	(42,0 ML)	(43,0 ML)	(81,0 ML)
(Marokko)	(71,0 L)	(33,5 M)	(41,5 ML)	(73,0 L)
(Pakistan)	(45,5 MH)	(33,5 M)	(38,5 L)	(58,5 H)
(Peru)	(64,5 M)	(42,0 ML)	(42,0 ML)	(74,3 L)
(Filippinene)	(62,0 M)	(39,5 L)	(38,0 L)	(69,8 M)
(Thailand)	(56,0 H)	(39,5 L)	(42,0 ML)	(68,8 M)
(Tyrkia)	(62,0 M)	(35,0 L)	(33,0 M)	(65,0 M)

«ML» = meget lav risiko, «L» = lav risiko, «M» = moderat risiko, «H» = høy risiko. Indeksen for politisk risiko er basert på en skala med inntil 100 poeng, finansiell risiko inntil 50 poeng og økonomisk risiko inntil 50 poeng. Totalt antall poeng fra de tre indeksene er dividert, hvilket gir vektene som benyttes i den sammensatte poengsummen for landrisiko. Den sammensatte poengsummen, på mellom null og 100, inndeles deretter i kategorier som går fra meget lav risiko (80 til 100 poeng) til meget høy risiko (null til 49,5 poeng).

Poengsummer for politisk risiko er basert på følgende komponenter: Offentlig stabilitet, sosioøkonomiske forhold, investeringsprofil, intern konflikt, ekstern konflikt, korrupsjon, militære i politikken, religion i politikken, lov og orden, etniske spenninger, håndhevelse av demokratiske spilleregler, byråkratiets kvalitet.

Poengsummer for økonomisk risiko er basert på følgende komponenter: BNP per hode, reell BNP-vekst, årlig inflasjonsrate, budsjettbalanse som % av BNP og driftsbalanse som % av BNP.

Poengsummer for finansiell risiko er basert på følgende komponenter: Utenlandsgjeld som % av BNP, betjening av utenlandsgjeld som % av eksport av varer og tjenester, driftsbalanse som % av eksport av varer og tjeneste, netto internasjonal likviditet, målt ved antall måneders importdekning, og valutakursstabilitet (siste 12 måneder).

Sammensatte poengsummer er summen av de tre indeksverdiene, multiplisert med 0,5.

Vedlegg 3

Antall børsnoterte selskaper og antall selskaper som inngår i FTSE All Cap-indeksen.

Tabell 4.4

Antall selskaper	Sum	FTSE- indeksen	Klassifisering
Sør-Korea	1,694	247	avansert
Brasil	392	99	avansert
Taiwan	1,222	373	avansert
Sør-Afrika	401	97	avansert
Mexico	131	41	avansert
Israel	612	65	avansert
Kina	1,440	162	sekundært
India	4,796	212	sekundært
Russland	309	24	sekundært
Malaysia	1,027	80	sekundært
Polen	267	33	sekundært
Indonesia	344	39	sekundært
Tyrkia	314	51	sekundært
Chile	244	31	sekundært
Thailand	518	68	sekundært
Ungarn	41	6	sekundært
Egypt	603	25	sekundært
Tsjekkia	29	7	sekundært
Argentina	103	15	sekundært
Colombia	114	11	sekundært
Filippinene	238	14	sekundært
Peru	193	4	sekundært
Marokko	65	9	sekundært
Pakistan	652	21	sekundært

Kilde: Finansdepartementet

Vedlegg 4

Landvekter for den nåværende referanseportefølje og alternative referanseporteføljer, ved anvendelse av fondets regionale vekter.

Tabell 4.5

Landvekter	Nåværende	Alternativ 1	Alternativ 2
Japan	7,10 %	5,96 %	6,19 %
Australia	2,69 %	2,26 %	2,35 %
Hong Kong	1,63 %	1,37 %	1,42 %
Singapore	0,50 %	0,42 %	0,44 %
New Zealand	0,06 %	0,05 %	0,05 %
Sør-Korea	1,76 %	1,48 %	1,54 %
Taiwan	1,27 %	1,06 %	1,10 %
Kina		0,95 %	0,99 %
India		0,91 %	0,94 %
Malaysia		0,25 %	
Indonesia		0,14 %	
Thailand		0,11 %	
Filippinene		0,03 %	
Pakistan		0,02 %	
USA	30,30 %	30,07 %	30,30 %
Canada	2,57 %	2,55 %	2,57 %
Brasil	1,03 %	1,02 %	1,03 %
Sør-Afrika	0,64 %	0,64 %	0,64 %
Mexico	0,46 %	0,45 %	0,46 %
Chile		0,10 %	
Egypt		0,05 %	
Argentina		0,04 %	
Colombia		0,04 %	
Peru		0,02 %	
Marokko		0,02 %	
Ungarn		0,13 %	0,13 %
Tsjekkia		0,11 %	
Tyrkia		0,27 %	
Polen		0,29 %	0,29 %
Russland		1,36 %	1,37 %
Israel		0,31 %	0,31 %
Italia	3,01 %	2,86 %	2,88 %
Nederland	2,28 %	2,17 %	2,18 %
Sverige	1,95 %	1,85 %	1,87 %
Finland	1,26 %	1,20 %	1,21 %
Belgia	0,82 %	0,78 %	0,78 %
Danmark	0,76 %	0,72 %	0,73 %
Hellas	0,64 %	0,61 %	0,61 %
Irland	0,53 %	0,51 %	0,51 %
Østerrike	0,46 %	0,44 %	0,44 %
Portugal	0,31 %	0,29 %	0,30 %
Sveits	4,58 %	4,35 %	4,38 %
Spania	3,27 %	3,11 %	3,14 %
Frankrike	7,89 %	7,50 %	7,56 %
Tyskland	6,09 %	5,79 %	5,83 %
Storbritannia	16,15 %	15,35 %	15,47 %
Sum	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Kilde: Finansdepartementet

Vedlegg 5

Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland – utvidelse av fondets referanseportefølje til å inkludere flere fremvoksende aksjemarkeder

Brev fra Etikkrådet til Finansdepartementet av 7. februar 2008

Vi viser til spørsmål fra Finansdepartementet om hvilke implikasjoner utvidelsen av referanseporteføljen til flere fremvoksende markeder vil kunne ha for ivaretagelsen av de etiske retningslinjene, herunder spørsmål om åpenhet og transparens, samt mulighet for overvåkning av porteføljen og verifikasjon av opplysninger.

Utvidelsen kan enten omfatte alle framvoksende markeder som inngår i FTSEs indeks Advanced emerging markets og indeks Secondary emerging markets, hvilket innebærer at antall land i referanseporteføljen øker med 17 og antall selskaper med om lag 800. Alternativt kan utvidelsen omfatte alle selskaper som inngår i FTSEs indeks Advanced emerging markets samt de tre største markedene i FTSEs Secondary emerging markets, noe som medfører at antall land øker med 5 og antall selskaper med om lag 450. Retningslinjene skal praktiseres på samme måte for disse selskapene som for dagens portefølje. Finansdepartementet har i løpet av 2007 utvidet referanseporteføljen med selskaper som er definert som små av FTSE, slik at antall selskaper i fondet har økt fra snaut 2500 selskaper til rundt 7000.

En ytterligere utvidelse av referanseporteføljen fører til at Etikkrådet både må overvåke og behandle flere selskaper. Velges førstnevnte utvidelsesalternativ -17 nye land og 800 nye selskaper – vil dette kreve mer av Etikkrådet enn sistnevnte, som kun omfatter 5 nye land og 450 nye selskaper. Vi har fått bekreftet at en av våre informasjonsleverandører vil kunne overvåke den nye re-

feranseporteføljen, både med sikte på å identifisere selskaper som produserer våpen som skal filteres fra fondet, og med sikte på å identifisere selskaper som kan ha annen virksomhet i strid med de etiske retningslinjene.

Erfaring fra forrige utvidelse av referanseporteføljen viser at den generelle informasjonsmengden fra informasjonsleverandøren ikke nødvendigvis øker proporsjonalt med antall selskaper som tas inn i porteføljen. Informasjonstilgangen for mindre selskaper og selskaper i fremvoksende markeder kan være mindre enn informasjonstilgangen for store selskaper i utviklede markeder. Dette vil kunne avhjelpest ved at Etikkrådet i større grad benytter konsulenter med regional forankring og også flere eksterne utredere i undersøkelser av konkrete saker. Dette vil kunne bli noe dyrere enn den tradisjonelle overvåkingen. Etikkrådet har ikke grunnlag for å vurdere om informasjonstilgangen for de nye selskapene med slike tiltak vil bli like god som for selskapene som tidligere var i porteføljen.

Bruk av denne type tjenester, samt en generell økning i saker som krever ytterligere utredning, vil medføre økte kostnader for Etikkrådet. Det virker rimelig å legge til grunn at budsjettbehovet vil øke med om lag 1,5 mill. kroner i året.

Med vennlig hilsen
Eli Lund
Sekretariatsleder
Etikkrådet

Vedlegg 6

Risikobasert oppfølging av kapitalforvaltningen i Norges Bank – brev fra Norges Bank med kommentarer til Ernst & Youngs sluttrapport

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 19. desember 2007

1 Innledning

Vi viser til Finansdepartementets brev av 18. september 2007 med oversendelse av sluttrapporten fra Ernst & Youngs gjennomgang av kapitalforvaltningen i Norges Bank. Departementet ber om bankens merknader til rapporten og i tillegg om en mer spesifikk gjennomgang av risikostyringen i kapitalforvaltningen, særlig sett i lys av de utvidede krav til styring av markeds-, motparts- og operasjonell risiko som trådte i kraft fra 1. januar 2006 og som skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder.

Vårt brev er organisert som følger: Først omtaler vi bakgrunnen for Norges Banks brev av 11. mars 2005, der vi foreslo endringer i rammeverket for den operative forvaltningen, og som departementet hovedsakelig sluttet seg til gjennom de endringer som ble iverksatt i rammeverket fra 1. januar 2006. Deretter har vi en gjennomgang av bankens risikostyring og de tiltak vi har truffet i de senere år for å forbedre risikostyringen, med særlig vekt på styring av operasjonell risiko. Endelig har vi noen konkrete merknader til anbefalingene fra Ernst & Young.

Vi vil understreke at Norges Bank har alltid lagt vekt på å ha betryggende risikosystemer og kontrollrutiner i kapitalforvaltningen. Etter at brevet i mars 2005 ble sendt til departementet startet vi et arbeid med å forsterke risikokontrollen. Etter Norges Banks vurdering har retningslinjenes utvidede krav vært oppfylt i perioden etter januar 2006. Samtidig arbeides det med stadige forbedringer. Dette er et arbeid som har pågått uavhengig av evalueringen foretatt av Ernst & Young.

2 Norges Banks brev av 11. mars 2005

Norges Bank foreslo i dette brevet enkelte endringer i rammeverket for den operative forvaltningen

av Statens petroleumsfond, nå Statens pensjonsfond – Utland («fondet»). Forslagene var av både prinsipiell og praktisk art, men ville i liten grad påvirke de strategiske føringer som bestemmer det vesentligste av forventet risiko og avkastning i fondet. Hensikten med endringene var dels å forenkle den løpende forvaltningen og dels å gi muligheter for noe høyere avkastning enn ellers. Vi vil her kun trekke frem de forslagene i brevet som gjelder hvilke krav departementet burde stille til risikostyring, avkastningsmåling og rapportering.

I brevet fremholdt Norges Bank at de foreslåtte endringene i rammevilkårene naturlig burde ledsages av krav til Norges Bank som forvalter, som det ikke var tatt tilstrekkelig høyde for i gjeldende regulering. Dette gjaldt i hovedsak to områder: a) prinsipper for verdifastsettelse av fondets eiendeler og b) krav til styring, måling og kontroll av risiko, herunder operasjonell risiko. Det heter videre i brevet (kapittel 4.4):

«Dette kan mest hensiktsmessig gjøres ved å stille krav om at dette må skje i henhold til beste praksis og internasjonalt anerkjente standarder. Slike standarder omhandler beste praksis på alt fra verdivurdering av ulike aktivaklasser, målemetoder for ulike typer risiko, offentliggjøring av resultatberegninger til prosedyrer og vurderingskriterier for operasjonell risiko.

Det er allerede etablert rammer og målemetode for markedsrisiko. Norges Bank foreslår at deler av kredittrisikoen styres implisitt ved fastsettelse av markedsrisikorammen og måles tilsvarende. Videre foreslår Norges Bank at styringskrav til den gjenværende delen av kredittrisikoen (motpartsrisikoen) fastsettes separat med tilhørende målemetode. Styringskrav og målemetoder for operasjonell risiko kan settes ved henvisning til standarder og markedspraksis på området. Hvilke standarder som skal benyttes som målestokk kan inntas i forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank, sammen med nærme-

re krav til frekvens og innhold i rapporteringen fra Norges Bank til Finansdepartementet.»

Finansdepartementet sluttet seg til mange av bankens forslag, og med virkning fra 1. januar 2006 ble forskriften og utfyllende bestemmelser for forvaltningen endret. Departementet tok inn nye bestemmelser om krav til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko. De sentrale bestemmelser finnes i departementets utfyllende bestemmelser om forvaltningen av fondet, pkt 4. Disse bestemmelser danner utgangspunktet for Ernst & Youngs evaluering av Norges Banks forvaltning:

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

4.1 Verdivurdering og avkastningsmåling

«Metoden for å fastsette verdien av finansielle instrumenter skal være etterprøvable og med rimelig sikkerhet representere den virkelige verdien av fondets eiendeler på måletidspunktet. Verdifastsettelsen skal minst skje månedlig og være basert på markedspriser eller anerkjente prismodeller der markedspriser ikke kan observeres.»

4.2 Styring, måling og kontroll av risiko

4.2.1 Markedsrisiko

Markedsrisikoen skal måles slik at det kan godtgjøres at grensen for relativ risiko i Pensjonsfondet overholdes. Beste praksis på området skal benyttes med hensyn til målemetoder, detaljeringsgrad (dekomponering) og målefrekvens.

4.2.2 Motpartsrisiko

«Norges Bank skal ha betryggende rutiner og systemer for utvelgelse og evaluering av motparter. Oppfølgingssystem og målefrekvens for kontroll av motpartsrisiko, herunder krav til minimum kredittvurdering og eksponeringsrammer, skal følge beste praksis på området.

[...]

Norges Bank må fastsette utfyllende krav til kredittvurdering, sikkerhetsstillelse og eksponeringsrammer som er hensiktsmessige i den operative forvaltningen, og måle samlet eksponering overfor motparter i henhold til internasjonalt anerkjente metoder som tilfredsstillende nødvendige krav til etterprøvablehet og nøyaktighet.

[...]

4.2.3 Operasjonell risiko

«Det skal benyttes identifiserings- og målemetoder som følger internasjonalt anerkjente standarder for de ulike dimensjonene av operasjonell risiko. Den operasjonelle risikoen skal være identifisert og skal kunne måles og kontrolleres før ny virksomhet (som for eksempel plassering i nye land, instrumenter, aktivklasser, motparter, eksterne tjenesteytere, IT-systemer m.m.) igangsettes.»

3 Norges Banks oppfølging av nye krav til risikostyring

Som omtalt ovenfor, følger det av retningslinjene for forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland at «Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Fondet kan ikke investeres i markeder, aktivklasser eller instrumenter dersom oppfyllelse av disse kravene ikke kan dokumenteres.» Finansdepartementet ber Norges Bank om å beskrive hvordan disse kravene er oppfylt i perioden etter 1. januar 2006.

Verdivurdering, avkastningsmåling og risiko-håndtering står i kjernen av virksomheten i Norges Banks område for kapitalforvaltning: Norges Bank Investment Management (NBIM). Gode og robuste prosesser for disse områdene er en forutsetning for å drive profesjonell internasjonal kapitalforvaltning. En indikasjon på at dette har fungert tilfredsstillende for måling av markedsrisiko, verdivurdering og avkastningsmåling, er at de uavhengige rapporter som Mercer Investment Consulting utarbeider på oppdrag fra Finansdepartementet, aldri har kommet frem til verdivurderinger og avkastningsmålinger som i vesentlig grad skiller seg fra NBIMs. Andre indikasjoner på at det har vært god kontroll også før retningslinjene fra Finansdepartementet ble endret, er at

- Det ikke har vært vesentlige brudd på investeringsretningslinjene;
- Sentralbankrevisjonens uttalelser til departementet vedrørende fondets kvartals- og årsregnskaper har vært uten merknader. Revisjonens gjennomgang med rapportering til hovedstyret og representantskapet har ikke avdekket vesentlig svikt i kontrollmiljøet;
- Markedsrisiko har vært målt med verktøy og metoder som har vært (og er) transparente slik at etterregning av andre har vært mulig.

Som påpekt innledningsvis, mener vi at retningslinjenes utvidede krav har vært oppfylt i perioden etter januar 2006. Samtidig arbeides det med stadig forbedringer. Dette er et arbeid som har pågått uavhengig av evalueringen foretatt av Ernst & Young. Nedenfor knytter vi noen kommentarer til hovedprinsippene som NBIM følger, samt det pågående forbedringsarbeidet.

Sentralt for NBIMs virksomhet er en tydelig delegering av investeringsrammer fra leder av NBIM til Chief Investment Officers for henholdsvis rente- og aksjeforvaltningen, og videre derfra til gruppeledere og ned til forvaltere av enkeltmandater. Hver forvalter er tildelt et klart definert mandat med en tydelig risikoramme og står selv ansvarlig for og måles mot de beslutninger som tas innen denne rammen. *Førstelinjekontrollen*,¹ som blant annet er ansvarlig for oppfølging av de enkelte investeringsmandater, ligger i rente- og aksjeavdelingene. Disse funksjoner er organisert adskilt fra forvaltningen og rapporterer til Chief Operating Officer (COO) for henholdsvis aksje- og renteforvaltningen. COOs rapporterer sin utøvelse av disse funksjonene til leder for NBIM. Allerede på dette nivået er det derfor betryggende kontroll ved at vurdering av oppnådde resultater ligger utenfor selve forvaltningslinjen.

Andrelinjekontrollen inklusiv verdivurdering, avkastningsmåling, risikohåndtering og resultatrapportering, skjer i en egen enhet, Risk Performance and Accounting (RPA), med rapportering til Chief Financial Officer (CFO). RPA er vesentlig styrket i løpet av 2007 og er nå fullt bemannet med 16 medarbeidere. Bemanningen var lav i første halvdel av 2007, men bl.a. ved hjelp av innleide ressurser har forsvarlig rapportering og kontroll vært ivaretatt. RPA har ansvar for å fastsette prinsipper og kilder for prising av verdipapirer som benyttes ved verdivurdering. Dette inngår i prosessen for godkjenning av instrumenter. Uten et slikt definert hierarki tillates ikke investeringer. CFO er ansvarlig for endelig godkjenning av nye instrumenter for investering.² Med unntak av en mindre del av renteporteføljen, mottar også RPA

prisene fra uavhengige leverandører. For den del av renteporteføljen hvor priskilden er renteavdelingen, utfører RPA stikkprøvekontroller.

NBIM gjennomfører for tiden et prosjekt for å oppnå en verdivurdering som er mest mulig uavhengig fra de som gjennomfører investeringsbeslutninger. Gjennom dette prosjektet, «Uavhengig verdivurdering», skal NBIM sikre at alle beholdninger prises eller verifiseres av aktører uavhengig av NBIM og eksterne forvaltere. RPA vil likevel ha den endelige beslutningsmyndighet av verdifastsettelsen ved månedsslutt NBIM har valgt en modell hvor alle beholdninger blir kanalisert fra ekstern regnskapsfører gjennom en priskoordinator. Priskoordinatoren foretar selv verdivurdering av instrumenter definert som «enkle å prise». De verdipapirer som defineres som «kompliserte», sendes videre til en av de eksterne prisleverandørene som velges. NBIM tar sikte på å slutføre kontraktene med de aktuelle leverandørene innen utgangen av 2007. Deretter settes oppdragene i produksjon i to omganger i løpet av 2008.

RPA har også satt ned en prosjektgruppe som jobber med et nytt risikosystem for måling og styring av motpartsrisiko. Systemet skal være i henhold til beste markedspraksis. I dag benyttes RiskManager (RiskMetrics) til måling av markedsrisiko, og prosjektet har som målsetting at samme system skal benyttes til måling av motpartsrisiko. Det kan imidlertid bli aktuelt også å vurdere andre systemer. NBIM tar sikte på å fullføre prosjektet i løpet av første halvår 2008. Det nye systemet vil innebære en mer omfattende og tidsriktig motpartsrisikoppfølging. Dagens måling og oppfølging gir etter Norges Banks syn en forsvarlig håndtering av motpartsrisiko, men er ikke helt på nivå med beste praksis internasjonalt. Særlig er det de private bankene som har kommet langt på dette området, bl.a. med utgangspunkt i nye reguleringskrav (Basel II).

Frem til og med 2006 ble hensynet til operasjonell risikokontroll ivaretatt gjennom Norges Banks etablerte rutiner for internkontroll og risikoanalyse. Bankens arbeid med internkontroll tar utgangspunkt i Kredittilsynets forskrift av 1997 om klargjøring av kontrollansvar, dokumentasjon og bekreftelse av den interne kontroll, tilpasset Norges Banks styringssystem.

Ernst & Young bekrefter i sin rapport at prinsippene som ligger til grunn for NBIMs prosjekt for kartlegging og rapportering av operasjonell risiko, tilfredsstillende internasjonalt beste praksis. Prosjektet var imidlertid ikke ferdigstillet på det

¹ Vi referer her til Ernst & Youngs terminologi, jf. rapportens vedlegg C.

² NBIM har i noen år fulgt etablerte prosedyrer for godkjenning av forvaltning i nye instrumenter. I skriftlige dokumenter gjennomgås blant annet instrumentets egenart, krav til kompetanse i forvaltningen og prosessen fra beslutning om investering tas via risiko- og avkastningsmåling til regnskapsføring. Også kravene til IT-systemene gjennomgås. Den enkelte ansvarlige leder undertegner dokumentet, og instrumentet er formelt godkjent når CFO har signert. Retningslinjene for denne prosessen er fastsatt av lederen for NBIM. I noen tilfeller er også praktiseringen av regelverket gjennomgått i hovedstyret.

tidspunktet Ernst & Young avsluttet sitt arbeid. Norges Bank kan bekrefte at prosjektet ble avsluttet som planlagt og at operasjonell risiko har vært rapportert månedlig etter de nye retningslinjene siden juni 2007. Alle NBIMs avdelinger har utpekt ansvarlig for operasjonell risiko. Hovedstyret har definert sine risikorammer, og vil motta rapportering hvert kvartal. Første slik rapportering var for andre kvartal 2007.

Tredjelinje-kontrollen var inntil 1. juni 2007 ivarettatt av sentralbankrevisjonen. I 2006 vedtok hovedstyret og representantskapet å etablere en ny revisjonsordning, innenfor rammene av sentralbankloven. En vesentlig bakgrunn for dette var økt omfang og kompleksitet på kapitalforvaltningen og ønsket om en tilpasning til anerkjente prinsipper for virksomhetsstyring og kontroll. Dette resulterte i etablering av hovedstyrets revisjonskomité og en internrevisjon, og tydeliggjøring og rendyrking av sentralbankrevisjonen som eksternt revisor underlagt Norges Banks representantskap. Den nye revisjonsordningen trådte i kraft 1. juni 2007.

Internrevisjonen skal på vegne av hovedstyret bidra til at Norges Bank når sine mål gjennom å kontrollere om det i banken er etablert og gjennomføres en tilstrekkelig og effektiv styring av vesentlige risikoer og at internkontrollen er hensiktsmessig og betryggende. Internrevisjonen skal uavhengig og objektivt avgi uttalelser og gi råd til revisjonskomiteen og hovedstyret for å bidra til forbedringer i styrings- og kontrollsystemene. Hovedstyret fastsatte instruks for internrevisjonen 13. juni 2007. Internrevisjonen har etablert prosesser som skal sikre at rollen som tredjelinjeforsvar ivaretas gjennom å føre tilsyn med NBIMs styring av de vesentligste risikoer. Internrevisjonen vil også kunne hente inn eksternt kompetanse fra et av de store revisjonsselskapene for å sikre at internrevisjon til enhver tid utøves i henhold til internasjonale standarder og beste praksis. Internrevisjonen vil i løpet av 2008 revidere NBIMs system for styring av operasjonell risiko. Formålet med en slik revisjon vil være å bekrefte at systemet som nå er etablert, er i overensstemmelse med beste praksis på området.

Hovedstyrets revisjonskomité består av tre av hovedstyrets eksterne medlemmer og fungerer som et saksforberedende organ for hovedstyret på avgrensede saksområder, i hovedsak knyttet til styrets tilsynsfunksjoner og ansvar for risikostyring og internkontroll. Mandat for revisjonskomiteen

ble fastsatt av hovedstyret 16. august 2006. Komiteen rapporterer til og svarer kun overfor hovedstyret for gjennomføringen av sine oppgaver. Komiteens virksomhet endrer ikke de enkelte styremedlemmers eller det samlede hovedstyrets ansvar.

Sentralbankrevisjonen er Norges Banks lovbestemte revisjon som utfører finansiell revisjon og tilsyn på vegne av representantskapet. Revisjonen er ikke underlagt revisorloven, men iht. instruks fastsatt av representantskapet skal den finansielle revisjonen utføres i henhold til bestemmelsene i revisorloven og god revisjonskikk i Norge.

For å styrke den eksterne revisjonens uavhengighet og kompetanse ved revisjon av bankens kapitalforvaltningsvirksomhet vedtok representantskapet, etter en anbudskonkurranse, at sentralbankrevisjonen skulle inngå en samarbeidsavtale med det internasjonale revisjons- og rådgivnings-selskapet Deloitte. Deloitte vil være sentral i den finansielle revisjonen av kapitalforvaltningen, med virkning fra regnskapsåret 2007.

Norges Bank mener at med de endringer i bankens revisjonsordning som er gjennomført i 2006 og 2007, er ordningen i samsvar med beste internasjonale praksis innenfor rammen av sentralbankloven. Ved å inngå en samarbeidsavtale med et internasjonalt revisjonsfirma (Deloitte) for revisjon av kapitalforvaltningen, har banken styrket sin internasjonale kompetanse i revisjon av regnskapsrapporteringen, herunder verddivurderinger og vurdering av intern kontroll i regnskapsprosessene og regnskapsføringen, både hos Norges Bank og hos eksterne tjenesteleverandører.

4 Norges Banks merknader til rapporten fra Ernst & Young

I rapporten fra Ernst & Young beskrives internasjonalt anerkjente prinsipper innenfor de ulike risiko- og avkastningsmålingsområdene. Rapporten inneholder også en relativt detaljert beskrivelse av hvordan Ernst & Young oppfatter at Norges Bank oppfyller disse prinsippene. Etter bankens syn bekrefter beskrivelsen i det alt vesentlige at vi har oppfylt kravene. En rekke av anbefalingene fra Ernst & Young er, som de selv påpeker, først aktuelle om oppdraget til Norges Bank utvides med absolutt avkastningsmandat. Anbefalingene fra Ernst & Young kommenteres i det følgende.

a. Generelle prinsipper for krav til rapportering til departementet

Rapporten fra Ernst & Young refererer til prinsipper for styring («governance») og rammeverk for risikoovervåking og -rapportering i finansforetak. Norges Bank mener at disse prinsipper danner et godt utgangspunkt for hvordan beste praksis på dette området bør være. Prinsippene må imidlertid tilpasses den spesielle styringsmodellen for Norges Bank og forvaltningen av fondet som følger av sentralbankloven og lov om Statens pensjonsfond med forskrifter og utfyllende bestemmelser. Dette bør hensyntas dersom disse prinsippene skal brukes for en videre operasjonalisering av rammeverket for fondet.

Forvaltningen av fondet er formelt regulert gjennom forskriften som er fastsatt av departementet, og gjennom forvaltningsavtalen som regulerer partenes gjensidige plikter og rettigheter. I tillegg til dette er det en annen dimensjon i styringen av NBIMs virksomhet og forvaltningen av fondet som er av betydning. Norges Bank er et eget rettssubjekt og bankens hovedstyre er oppnevnt av Kongen. Bankens tilsynsorgan, representantskapet, er oppnevnt av Stortinget. Representantskapet organiserer bankens revisjon. Sentralbankrevisjonen er således Norges Banks lovbestemte revisjon og utfører finansiell revisjon og tilsyn på vegne av representantskapet.

Hvor detaljert Norges Bank skal rapportere om virksomheten er først og fremst et spørsmål om på hvilke nivåer kontroll skal utføres, og hva Finansdepartementet trenger som grunnlag for de beslutningene departementet selv er ansvarlig for å treffe. Oppdraget er delegert til Norges Bank, og det er også et viktig hensyn at denne delegasjonen er reell og generelt sett baseres på at bankens styrende organer utøver sine oppgaver. Et sentralt ansvar for hovedstyret er å påse at den interne kontrollen er sikret i tilstrekkelig omfang og på en systematisk måte (jf. Kredittilsynets internkontrollforskrift, som hovedstyret i hovedsak har lagt til grunn for internkontrollen i Norges Bank).

Avveiningene om detaljeringsgrad er med andre ord et spørsmål om å oppnå en rasjonell delegering. Finansdepartementet må løpende kunne holde seg godt informert om hvordan forvaltningsoppdraget utføres. Samtidig er det vesentlig at delegeringen er reell for at Norges Banks organer skal ha tydelige roller og ansvar.

b. Styringsprinsipper («Governance»)

Rollefordeling og ansvar. Ernst & Young identifiserer fem styrende organer («governing bodies»); Stortinget, Finansdepartementet, Norges Banks representantskap, Norges Banks hovedstyre og NBIMs ledergruppe. For hvert av disse styrende organer foreslår Ernst & Young følgende:

- Ansvar for fastsettelse av markeds-, kreditt- og operasjonell risiko skal beskrives og dokumenteres mer detaljert enn i dag;
- Risikoovervåking og rapporteringskrav må spesifiseres nærmere;
- Rapporteringen skal i innhold og hyppighet tilfredsstille hvert organs ansvar for risikoovervåking;
- Hvert organ bør ha tilgang til adekvat og uavhengig ekspertise innenfor internasjonal kapitalforvaltning

Norges Bank vil nedenfor kun kommentere de forhold som gjelder banken. Vi vil innledningsvis bemerke at generelle anbefalinger om «mer detaljert» beskrivelse og dokumentasjon, «økt spesifisering» o.l., kan være vanskelige å vurdere og følge opp uten nærmere konkretisering. Videre synes anbefalingene ikke søkt tilpasset overordnede forvaltningsmessige forhold og rammer. Norges Bank vil vurdere om det for bankens styrende organer er behov for mer detaljert fastsettelse av ansvar, dokumentasjon og rapportering.

Hovedstyret har fastsatt retningslinjer for forvaltningen, og sentralbanksjefen har fastsatt en stillingsinstruks og investeringsmandat for leder av NBIM. Leder av NBIM har igjen fastsatt stillingsinstruks for de som rapporterer til ham, og investeringsmandater for lederne av aksje- og renteforvaltningen. NBIM rapporterer kvartalsvis til hovedstyret, og avholder månedsmøter med sentralbanksjefen hvor resultatrapportering, risikoforhold og eventuelle brudd på retningslinjer rapporteres. Leder for NBIM og CFO avholder månedsmøter med skriftlige rapporter til de avdelinger som rapporterer til dem.

Når det gjelder forslaget om tilgang til adekvat og uavhengig ekspertise innenfor internasjonal kapitalforvaltning, viser vi til at hovedstyret i 2006 oppnevnte et rådgivende utvalg for kapitalforvaltningen. Utvalget består av fire internasjonalt anerkjente rådgivere med omfattende erfaring fra store institusjoner innen kapitalforvaltning. Utvalget møter hovedstyret to eller tre ganger i året. Når det gjelder representantskapets oppgaver viser vi til at sentralbankrevisjonen er Norges Banks lovbestem-

te revisjon som utfører finansiell revisjon og tilsyn på vegne av representantskapet. Formålet med tilsynet er, på vegne av representantskapet, å påse at bankens formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll, at driften er økonomisk forsvarelig og at virksomheten utøves i samsvar med lov, avtaler, vedtak og forutsetninger. For å styrke sentralbankrevisjonens tilgang på ressurser og kompetanse, særlig i forhold til kapitalforvaltningen, er det som nevnt etablert et samarbeid med Deloitte AS, et av de ledende internasjonale revisjonsselskapene. Dette gir en markant styrking av tilgangen på adekvat og uavhengig internasjonal ekspertise innenfor finansiell revisjon.

For øvrig følger det av representantskapets instruks for sentralbankrevisjonen at tilsynsaktivitetene skal baseres på risikovurderinger og vurderinger av bankens styrings- og kontrollrutiner, herunder internrevisjonens arbeid. Instruksen fastsetter nærmere krav til sentralbankrevisors rapportering, herunder at rapporter til hovedstyret skal sendes representantskapet sammen med hovedstyrets eventuelle kommentarer. Det samme gjelder normalt eventuelle rapporter avlagt direkte til representantskapet. For øvrig kan representantskapet be sentralbankrevisor om slike særlige revisjons- og kontrolloppgaver og rapporteringer til representantskapet som anses nødvendige for representantskapets tilsynsfunksjon.

Risikopolitik, risikotoleranse og rapportering. Norges Bank er enig i at det bør foreligge et dokument som beskriver risikorammer, eskaleringsprosedyrer, kontrolltiltak og rapportering til bankens styrende organer. For operasjonelle risiko er dette er hovedsakelig gjennomført i forbindelse med fastsetting av det nye rammeverket. Tilsvarende kan fastsettes for markeds- og kredittrisiko. Norges Bank vil vurdere om revisjonens uavhengige bekreftelse av bankens internkontroll skal utvides slik at den er i samsvar med SAS 70 standarder.

c. Operasjonell risiko

Styringsprinsipper («governance»). Norges Bank er enig i de styringsprinsipper Ernst & Young foreslår for operasjonell risiko. Norges Bank er også enig i at det nylig avsluttede prosjektet innen operasjonell risiko sikrer at disse prinsippene ivaretas. De av anbefalingene fra Ernst & Young som Norges Bank selv kontrollerer oppfyllelsen av, er allerede langt på vei tatt til følge.

Norges Bank er videre enig i Ernst & Youngs prinsipper, beskrivelse og anbefalinger innen alle deler av det operasjonell risikoområdet. NBIM har

i budsjettet for 2008 satt av midler til innkjøp og implementering av et nytt system for operasjonell risikohåndtering som skal erstatte dagens løsning.

d. Markedsrisiko

Styringsprinsipper («governance»). Norges Bank er enig i at prinsippene Ernst & Young trekker opp for styring av markedsrisiko kan brukes som utgangspunkt for en videre operasjonalisering av rammeverket for fondet. Risikorammen er uttrykt fra Finansdepartementet som en maksimal forventet relativ volatilitet, supplert med kvantitative begrensninger på aktivaklassenivå. NBIM bruker et bredere spekter av risikomål i delegering og oppfølging av det overordnede risikomandatet. En eventuell utvidelse av omfanget av investeringsbegrensninger fra Finansdepartementet bør ikke skje uten en grundig vurdering av i hvilken grad dette vil påføre fondet unødige og/eller inkonsistente begrensninger som vil være krevende å operasjonalisere, og som vil kunne påvirke fondets avkastning negativt. Dette vil også være å gå i motsatt retning av de endringer Finansdepartementet gjennomførte basert på Norges Banks anbefalinger i brevet av 11. mars 2005.

Sentrale funksjoner i NBIM er, som omtalt ovenfor, betydelig styrket for å sikre tilstrekkelig kapasitet i de uavhengige kontrollmiljøene. Dette gjelder så vel kompetanse som systemstøtte. Det igangsatte prosjektet for uavhengig prising vil bidra til bedret dataintegritet i måling og rapportering.

Risikoidentifisering. Prosessen for godkjenning av nye produkter og land (inkl. aktiviteter), som er omtalt ovenfor, skal til enhver tid sikre at nye instrumenter er underlagt en forsvarlig håndtering i alle systemer og er underlagt adekvate kontrollrutiner. Frem til sommeren 2007 var prosessen eid av leder for RPA, og endelig godkjenning ble gitt av leder for NBIM. Fra sommer 2007, etter at CFO var tiltrådt, eies prosessen av ham, og han står også for den endelige godkjenningen.

Risikovurdering og -måling. I tråd med utvidelsen av fondets investeringsunivers og økt instrumentbredde er det naturlig at NBIM supplerer den overordnede oppfølgingen av relativ volatilitetsmål med andre risikomål, som for eksempel stresstesting og likviditetsrisikomåling. Norges Bank deler ikke oppfatningen av at likviditetsrisiko i dag måles og rapporteres på en inkonsistent måte på tvers av aktivaklassene. For øvrig tas til etterretning at Ernst & Young deler vår oppfatning av at likviditetsrisiko er mindre viktig for fondet enn det er for andre forvaltere og investorer

pga. dets langsiktige karakter. Det er i denne forbindelse bruken av «tracking error» eller Value-at-Risk som viktigste risikomål må forstås, nemlig som et uttrykk for et langsiktig risikonivå og ikke som et uttrykk for et mest mulig realistisk kort-siktig maksimalt tap.

Risikoovervåkning og styring. NBIM har kommet langt i å definere ansvar for overvåking, herunder å stille krav til rapportering av markedsrisiko. Norges Bank deler Ernst & Youngs oppfatning av at markedsrisikoovervåkingen har god systemstøtte, er detaljert og er preget av tett lederoppfølging på alle nivåer. Ytterligere forbedring kan oppnås ved en tydeliggjøring/dokumentasjon av risikostyringsnivåene og delegering i organisasjonen.

Risikorapportering og ledelsesinformasjon. Den månedlige skriftlige rapporteringen fra RPA til leder for NBIM er meget omfattende, og er i det alt vesentligste basert på informasjon og analyser gjort uavhengig av forretningsområdene. Også den månedlige rapporteringen videre til sentralbanksjefen er detaljert, med beskrivelse av avkastning og risiko ned på de enkelte delporteføljene. Norges Bank deler Ernst & Youngs oppfatning av at det vil kunne være behov for å supplere risikorapporteringen med andre risikomål når fondets investeringsunivers utvides til å omfatte mindre likvide og/eller ikke børsnoterte investeringer.

e. Kredittrisiko

Styringsprinsipper («governance»). Norges Bank er enig i at prinsippene Ernst & Young trekker opp for styring av kredittrisiko kan brukes som utgangspunkt for en videre operasjonalisering av rammeverket for fondet. Norges Bank slutter seg til anbefalingen om en ytterligere detaljering av måleparametre for kredittrisiko i retningslinjer fastsatt av leder for NBIM. I takt med utvidelsen av investeringsuniverset og instrumentbredden for fondet er det naturlig at supplerende risikoindikatorer utvikles i oppfølgingen av kredittrisiko, herunder stresstester.

Risikoidentifisering. Norges Bank tar til etterretning Ernst & Youngs vurdering at kravet som stilles til NBIMs forvaltning om ekstern kredittvurdering («rating») for alle investeringer er tilfredsstillende og i tråd med internasjonal markedspraksis.

Risikovurdering og -måling. Norges Bank er enig i at kredittrisiko bør måles og vurderes med

supplerende risikomål. Særlig gjelder dette mer komplekse ikke-lineære eksponeringer, og en utvidelse av fondets investeringsunivers til mindre likvide aktiva vil også fordre utvidet kredittrisiko-måling og -oppfølging. NBIM har igangsatt et prosjekt for å ta i bruk mer sofistikerte målemetoder for kredittrisiko, og vil vurdere hensiktsmessigheten av å etablere predefinerte stresstester for fondets kreditteksponering. Vi viser også til NBIMs planlagte nye system for overvåking av motpartsrisiko, som er omtalt ovenfor.

Risikoovervåkning og styring. Risiko rapportering og ledelsesinformasjon. Norges Bank er enig med Ernst & Youngs vurdering av at implementeringen av et mer sofistikert og robust system vil forbedre kredittrisikostyringen for fondet. Vi deler også oppfatningen av at en utvidelse av fondets investeringsunivers må ledsages av en utvidet og styrket uavhengig kreditrisikooppfølging. Viktige tiltak som allerede er gjennomført eller igangsatt i så måte, er etableringen av en dedikert Risk Manager-funksjon for motparts- og kredittrisiko, samt implementering av nye systemløsninger for måling og overvåking. Implementering ventes å kunne skje i 2008.

f. Avkastningsmåling og verdivurdering

Norges Bank slutter seg til Ernst & Youngs anbefaling om en detaljert dokumentasjon av prosedyrene for verdivurdering av instrumenter og markeder hvor det ikke finnes en ekstern kilde. Spesielt vil dette gjelde ikke-lineære posisjoner. Disse forholdene vil ivaretas ved gjennomføringen av det nevnte prosjektet «Uavhengig verdivurdering», som også vil sikre at alle posisjoner prises eller verifiseres uavhengig av de som foretar investeringsbeslutninger.

NBIM har tilstrekkelige ressurser og kompetanse til å følge opp prisingen av de mer komplekse instrumentene. Ansvar for denne prisingen har hittil i hovedsak vært innen NBIMs førstelinje under ansvaret til Chief Operating Officers. Gjennom senere tids rekruttering til RPA innehar nå også denne gruppen tilfredsstillende kompetanse til å gjøre de nødvendige vurderinger og utfordre modellverktøyet og forutsetninger som ligger til grunn for prising av unoterte instrumenter («OTC»).

Med hilsen
Svein Gjedrem Knut N. Kjær

Vedlegg 7

Risikobasert oppfølging av kapitalforvaltningen i Norges Bank – brev fra representantskapet i Norges Bank med kommentarer til sluttrapporten fra Ernst & Young

Brev fra Norges Bank Representantskap til Finansdepartementet av 13. desember 2007

1 Innledning

Vi viser til Finansdepartementets brev av 18. september 2007 med oversendelse av sluttrapporten fra Ernst & Youngs gjennomgang av kapitalforvaltningen i Norges Bank.

Hovedstyrets utkast til svarbrev 6. desember 2007 vedr. samme sak ble gjennomgått i representantskapets møte 13. desember og følgende vedtak ble fattet:

- Representantskapet godkjenner utkast til brev 13.12.2007 fra representantskapet til Finansdepartementet vedr. sluttrapport fra Ernst & Young's gjennomgang av kapitalforvaltningen i Norges Bank
- Representantskapet tar hovedstyrets utkast til brev 06.12.2007 til Finansdepartementet vedr. samme sak til etterretning. Representantskapet ber om å bli holdt orientert om hovedstyrets videre arbeid med utgangspunkt i rapporten

I dette brevet vil representantskapet kommentere forhold som direkte er knyttet til representantskapets kompetanseområder.

Representantskapet fører tilsyn med bankens drift og at reglene for bankens virksomhet blir fulgt, jf sentralbanklovens §5. Representantskapet har, i takt med utviklingen i banken, lagt betydelig og økende vekt på tilsynet med kapitalforvaltningsvirksomheten i Norges Bank.

Tilsynet omfatter blant annet gjennomgang av hovedstyrets protokoller og behandling av saker fremlagt av hovedstyret, herunder budsjett, kvartals- og årsregnskaper og saker som omfatter strategi, organisering, styring og kontroll. Det er også lagt stor vekt på kompetanseutvikling i representantskapet gjennom seminarer, studieturer og utfyllende redegjørelser ifm saksfremlegg. Det løpende tilsynet med banken utøves i stor grad gjennom sentralbankrevisjonen og representant-

skapet følger opp dette bl.a gjennom å godkjenne revisjonsplan, budsjett og ved behandling av revisjonens rapporter og uttalelser.

2 Gjennomført endring og styrking av revisjonsordningen i Norges Bank

Blant annet for å møte utfordringene innenfor kapitalforvaltningen igangsatte representantskapet og hovedstyret i 2005 en prosess med sikte på å evaluere revisjonsordningen i banken.

Om dette vises til separat avsnitt i representantskapets uttalelse 15.02.2007 i hht sentralbanklovens § 3. ledd, om hovedstyrets protokoller og tilsynet med bankens drift 2006:

«Pågående endringer i bankens organisering av kontroll- og revisjonsordning:

Etter sentralbankloven organiserer representantskapet bankens revisjon og ansetter herunder sentralbankrevisor. Hovedstyret har ikke hatt egne revisjonsressurser, men har basert seg på det arbeidet som utføres av sentralbankrevisjonen.

Norges Bank har de senere årene vært gjennom betydelige endringer og står overfor store utfordringer, ikke minst som følge av oppgaven med å forvalte Statens pensjonsfond – Utland. Dette medfører store utfordringer for bankens styrende organer når det gjelder å føre kontroll og tilsyn med aktivitetene. Samtidig er det økt interesse for og økte forventninger i samfunnet til virksomhetsstyring og kontroll.

Med denne bakgrunn har hovedstyret og representantskapet parallelt vurdert vesentlige sider ved bankens overordnede kontroll- og revisjonsordning. Som resultat av disse vurderinger opprettet hovedstyret i 2006, i samråd med representantskapet, en revisjonskomité og vedtok etablering av en egen internrevisjon. Samtidig vedtok representantskapet ny strate-

gi for sentralbankrevisjonen som omfatter å rendyrke denne som bankens eksterne revisjon. For å styrke sentralbankrevisjonens tilgang på kompetanse, særlig i forhold til kapitalforvaltningen, vil det bli etablert et samarbeid med et internasjonalt revisjonsselskap.

De vedtatte endringer vil bli operasjonalisert i løpet av 2007. Disse vil etter representantskapets oppfatning bidra til å styrke både representantskapets og hovedstyrets kontroll- og tilsynsapparat, ikke minst i forhold til kapitalforvaltningen. Endringene medfører også en tilpasning til internasjonalt anerkjente prinsipper for virksomhetsstyring og kontroll.

Det vises for øvrig til omtale i hovedstyrets årsberetning.»

Endringene i bankens revisjonsordning har bidratt til tydeligere ansvarsforhold i revideringen av Norges Bank. Representantskapet legger til grunn at hovedstyrets etablering av revisjonskomité og internrevisjon vil styrke hovedstyrets systematiske styring og kontroll av banken. Sentralbankrevisjonen, som bankens lovbestemte revisjon, står tydeligere frem som representantskapets organ, som utfører finansiell revisjon og tilsyn med hovedstyrets virksomhet på vegne av representantskapet. Det er foretatt tilpasninger i sentralbankrevisjonens instruks i forhold til dette.

Representantskapet vedtok i sitt møte 26. april 2007 å inngå avtale med revisjonsselskapet Deloitte AS som samarbeidspartner for sentralbankrevisjonen. Deloitte er et av de ledende revisjonsselskapene i Norge og internasjonalt, med betydelig revisjons- og rådgivningskompetanse innenfor kapitalforvaltning. Samarbeidet er organisert som en fellesrevisjon og forutsetter også videreføring av solid kompetanse og kapasitet i sentralbankrevisjonen. Samlet medfører dette en vesentlig økning av revisjonsressursene ift finansiell revisjon av kapitalforvaltningen, herunder tilgang på høy internasjonal kompetanse på dette området.

I hht forvaltningsavtalen med Finansdepartementet om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, bekrefter sentralbankrevisjonen kvartals- og årsrapporter om forvaltningen av fondet som Norges Bank avgir. Tilsvarende er det avgitt årlige revisjonsbekreftelser til representantskapet vedrørende den samlede kapitalforvaltning i NBIM, og disse vil fra og med 2007 bli tilpasset samarbeidet med Deloitte. Revisjonsbekreftelsene omfatter primært regnskapsrapporteringen og medfører ingen eksplisitt bekreftelse på internkontrollen i virksomheten. Imidlertid medfører

revisjonsarbeidet i stor grad gjennomgang og vurdering av operative prosesser, systemer og interne kontrollrutiner som har betydning for regnskapsføring og rapportering, hos Norges Bank og hos eksterne tjenesteleverandører.

En av anbefalingene i Ernst og Young rapporten er å utvikle og tilpasse revisjonens uavhengige bekreftelse av bankens internkontroll slik at den er i samsvar med revisjonsstandarden «SAS 70». Dette vil være en betydelig utvidelse av sentralbankrevisjonens og eventuelt samarbeidspartners mandat, jf kommentarene i forrige avsnitt. Representantskapet vil i utgangpunktet stille seg positiv til dette og støtter hovedstyrets syn om å gjennomføre en vurdering av en mulig utvikling i denne retning.

3 Roller og ansvar og representantskapets tilgang til ekspertise

En av anbefalingene fra Ernst & Young er en presisering av roller og ansvar for de ulike organene ift fastsettelse, overvåking og rapportering av risiko. Videre trekkes det frem at hvert organ bør ha tilgang til adekvat og uavhengig ekspertise innenfor internasjonal kapitalforvaltning

Kompetansefordelingen mellom hovedstyret og representantskapet følger generelt av sentralbankloven og er utdypet i de to organers forretningsorden. Norges Banks forvaltningssoppgaver for Statens pensjonsfond – Utland er en svært viktig samfunnsoppgave, som ikke fremgår av sentralbankloven og hvor mange interesser og instanser er involvert. Representantskapet er opptatt av at roller og ansvar fremstår klart og tydelig, både innad og utad. Representantskapet støtter hovedstyrets syn om å gjennomføre en vurdering av om det for bankens styrende organer er behov for mer detaljert fastsettelse av ansvar, dokumentasjon og rapportering.

Når det gjelder forslaget om tilgang til adekvat og uavhengig ekspertise innenfor internasjonal kapitalforvaltning for representantskapet, vil vi peke på at sentralbankrevisjonen i tillegg til finansiell revisjon utfører tilsyn på vegne av representantskapet. For å styrke sentralbankrevisjonens tilgang på ressurser og kompetanse, særlig i forhold til kapitalforvaltningen, er det som nevnt etablert et samarbeid med Deloitte AS. Dette samarbeidet er primært etablert ift finansiell revisjon, men gir representantskapet og sentralbankrevisjonen også effektiv tilgang til inter-

nasjonale ressurser og adekvat kompetanse i forhold til tilsynsoppgavene, i tillegg til den kompetanse som finnes i sentralbankrevisjonen på dette området. For øvrig vil representantskapet løpende vurdere behovet for å engasjere annen ekstern ekspertise.

4 Oppfølging av øvrige anbefalinger i Ernst & Young rapporten

Representantskapet vil som ledd i sitt tilsyn følge med på hovedstyrets videre arbeide med utgangspunkt i rapporten.

Med hilsen
Norges Banks representantskap
Mary Kvidal
leder

Vedlegg 8**Bestemmelser om forvaltningen av Statens pensjonsfond****Lov 20. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond¹**

§ 1. Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter.

§ 2. Statens pensjonsfond forvaltes av Finansdepartementet. Fondet består av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge.

Utenlandsdelen anbringes som innskudd på konto i Norges Bank. Motverdien forvaltes etter nærmere regler fastsatt av departementet, jf. § 7.

Innenlandsdelen anbringes som et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet. Motverdien forvaltes etter nærmere regler fastsatt av departementet, jf. § 7.

§ 3. Inntekter i Statens pensjonsfond – Utland er kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som blir overført fra statsbudsjettet, avkastningen av fondets formue og netto finanstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten.

Kontantstrømmen framkommer som summen av postene i annet punktum, fratrukket postene i tredje punktum. I kontantstrømmen inngår:

1. de samlede skatte- og avgiftsinntekter av petroleumsvirksomheten som innkreves ifølge lov 13. juni 1975 nr. 35 om skattlegging av undersjøiske petroleumsforekomster m.v. og lov 29. november 1996 nr. 72 om petroleumsvirksomhet
2. avgiftsinntekter ved utslipp av CO₂ i petroleumsvirksomhet på kontinentalsokkelen
3. avgiftsinntekter ved utslipp av NO_x i petroleumsvirksomhet på kontinentalsokkelen
4. inntekter som følge av Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten, definert som driftsinntekter og andre inntekter fratrukket driftsutgifter og andre direkte utgifter

5. statlige inntekter på nettooverskuddsavtaler i enkelte utvinningstillatelser
6. utbytte fra StatoilHydro ASA
7. overføringer fra Petroleumsforsikringsfondet
8. statens inntekter i forbindelse med fjerning eller annen disponering av innretninger på kontinentalsokkelen
9. statens eventuelle salg av andeler som ledd i Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten

Følgende poster trekkes fra:

1. statens direkte investeringer i petroleumsvirksomheten
2. statens utgifter til Petroleumsforsikringsfondet
3. statens utgifter i forbindelse med fjerning eller annen disponering av innretninger på kontinentalsokkelen
4. statens eventuelle kjøp av andeler som ledd i Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten

Netto finanstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten framkommer som summen av brutto inntekter ved salg av aksjer i StatoilHydro ASA, fratrukket følgende poster:

1. statlig kjøp av aksjer i StatoilHydro ASA, definert som markedsprisen staten betaler for aksjene
2. statlig kapitalinnskudd i StatoilHydro ASA og selskap som ivaretar statens interesser i petroleumsvirksomheten

Endret ved lover 15 des 2006 nr. 86 (i kraft 1 jan 2007), 21 des 2007 nr. 120 (i kraft 1 jan 2008 iflg. res. 21 des 2007 nr. 1617).

§ 4. Inntekter i Statens pensjonsfond – Norge er avkastningen av de forvaltede midler.

§ 5. Midlene i Statens pensjonsfond kan bare anvendes til en beløpsmessig overføring til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget.

¹ Forslag til endring av lov om Statens pensjonsfond § 3 annet ledd annet punktum nr. 9 er innarbeidet nedenfor, jf. Ot.prp. nr. 31 (2007–2008).

§ 6. Statens pensjonsfond kan ikke selv ha rettigheter eller plikter overfor private eller offentlige myndigheter, og kan ikke saksøke eller saksøkes.

§ 7. Departementet kan gi utfyllende bestemmelser til gjennomføring av loven.

Endret ved lov 29 juni 2007 nr. 44 (i kraft 1 jan 2008 iflg. res. 29 juni 2007 nr. 937).

§ 8. Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer. 1 Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid. Departementet kan gi overgangsregler.

Bestemmelser om Folketrygdfondet gitt med hjemmel i folketrygdløven § 23-11 fjerde ledd gjelder inntil annet blir fastsatt etter § 7.

1 Fra 1 jan 2006 iflg. res. 21 des 2005 nr. 1610.

§ 9. Fra den tid loven trer i kraft gjøres følgende endringer i andre lover:

1 Lov 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond oppheves.

Forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Fastsatt av Finansdepartementet 22. desember 2005 med hjemmel i lov om Statens pensjonsfond av 20. desember 2005 nr. 123 § 7.

§ 1 Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond – Utland (heretter kalt «fondet») på vegne av Finansdepartementet. Banken kan benytte andre forvaltere.

Norges Bank utarbeider årsrapport og kvartalsrapporter for fondet. Rapportene skal være offentlige.

§ 2 Plassering av fondet

Fondet skal være plassert på særskilt konto i form av kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank skal i bankens eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd denominert i utenlandsk valuta.

Den faktiske porteføljen skal settes sammen gjennom utstrakt bruk av diversifisering.

Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning på plasseringene i utenlandsk valuta innenfor de plasseringsrammer som følger av forskriften og retningslinjer gitt i medhold av denne.

§ 3 Regnskapsmessig avkastning

Verdien på kronekontoen til fondet settes lik verdien av porteføljen av finansielle instrumenter og kontantinnskudd i utenlandsk valuta. Norges Banks bokførte avkastning på porteføljen med fradrag for godtgjøring til Norges Bank tillegges fondets kronekonto pr. 31. desember hvert år.

§ 4 Investeringsunivers

Fondet skal plasseres i henhold til følgende fordeling på aktivaklasser:

- Rentebærende instrumenter 30-70 pst.
- Egenkapitalinstrumenter 30-70 pst.

Det kan benyttes finansielle instrumenter, herunder derivater, som henger naturlig sammen med aktivaklassene som er nevnt i første ledd. Det kan også investeres i råvarebaserte kontrakter og fondsandeler. Ved beregning av aktivafordeling etter første ledd, skal råvarebaserte instrumenter holdes utenfor.

Porteføljen av rentebærende instrumenter skal plasseres i henhold til følgende valuta- og regionfordeling:

- Europa 50-70 pst.
- Amerika og Afrika 25-45 pst.
- Asia og Oceania 0-15 pst.

Finansdepartementet kan fastsette nærmere regler for hvilke rentebærende instrumenter som skal utelukkes fra investeringsuniverset.

Porteføljen for egenkapitalinstrumenter skal plasseres i egenkapitalinstrumenter notert på regulert og anerkjent markedsplass i henhold til følgende valuta- og regionfordeling:

- Europa 40-60 pst.
- Amerika og Afrika 25-45 pst.
- Asia og Oceania 5-25 pst.

Det er ikke tillatt å investere i verdipapirer utstedt av norske foretak. Med norsk foretak menes ethvert foretak med hovedkontor i Norge.

§ 5 Referanseportefølje og relativ volatilitet

Finansdepartementet fastsetter en referanseportefølje for fondet.

Den forventede forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen målt ved forventet relativ volatilitet på annualisert basis, skal maksimalt være 1,5 prosentpoeng.

§ 6 Eie av aksjer

Investeringene kan ikke plasseres slik at fondet oppnår en eierandel på mer enn fem prosent av de aksjene i ett enkelt selskap som gir stemmerett.

Norges Bank skal utøve eierrettigheter for fondet. Finansdepartementet kan gi utfyllende retningslinjer for Norges Banks eierskapsutøvelse. Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser.

§ 7 Risikosystemer og risikostyring

Norges Bank skal påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumenter som brukes i forvaltningen av fondet. Det samme gjelder for håndtering av motpartsrisiko og operasjonell risiko.

§ 8 Filtrering og uttrekk

Finansdepartementet fastsetter etiske retningslinjer for fondet og beslutter om konkrete utstedere skal utelukkes fra fondets investeringsmuligheter. Det oppnevnes et etisk råd som skal gi en vurdering av om plasseringsmuligheter i finansielle instrumenter utstedt av nærmere angitte utstedere er i strid med de etiske retningslinjene.

Finansdepartementet kan gi nærmere regler for rådet, dets virksomhet og organisasjon.

§ 9 Ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft 1. januar 2006. Forskrift 19. november 2004 nr. 1488 for forvaltning av Statens petroleumsfond oppheves samme dato.

Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Disse retningslinjene gir utfyllende bestemmelser til lov om Statens pensjonsfond og forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland («forskriften»).

Innhold:

1. Referanseportefølje
2. Rebalansering av referanseporteføljen
3. Relativ volatilitet og tilleggsbegrensninger
4. Krav til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko
5. Etikk

1. Referanseportefølje – forskriften § 5

1.1 Strategisk referanseportefølje

Den strategiske referanseporteføljen er satt sammen av 60 pst. rentebærende instrumenter og 40 pst. egenkapitalinstrumenter.

1.2 Referanseporteføljen for rentebærende instrumenter

Den strategiske referanseporteføljen for rentebærende instrumenter har følgende sammensetning:

- 60 pst. av porteføljen skal bestå av Lehman Global Aggregate (LGA) og Lehman Global Real (LGR) i Europa unntatt norske kroner (NOK) og tillagt innenlandske statsobligasjoner som inngår i Lehman Swiss Franc Aggregate. Denne delen av referanseporteføljen består av følgende valutaer: Euro, britiske pund, sveitsiske franc, svenske kroner og danske kroner.
- 35 pst. av porteføljen skal bestå av LGA og LGR i USA og Canada med en omvektning av sektorindeksene som beskrevet i tabell 1. Denne delen av referanseporteføljen består av følgende valutaer: Kanadiske dollar og amerikanske dollar.
- 5 pst. av porteføljen skal bestå av innenlandske statsobligasjoner fra utviklede markeder i LGA og LGR i Asia/Oceania (Japan, Australia, New Zealand og Singapore). Japans andel beregnes med utgangspunkt i en faktor på 25 pst. av markeds kapitaliseringsverdien til japanske obligasjoner. Denne delen av referanseporteføljen består av følgende valutaer: Australske dollar, japanske yen, New Zealand-dollar og Singapore-dollar.

Ved hvert månedsskifte endres sammensetningen av referanseindeksen i henhold til de endringer i sammensetning som Lehman Brothers gjennomfører.

Dersom nye valutaer som ellers inngår i referanseporteføljen tas inn i LGR, inkluderes disse instrumentene i referanseporteføljen fra det tidspunkt Finansdepartementet bestemmer.

1.3 Referanseporteføljen for egenkapitalinstrumenter

Den strategiske referanseporteføljen for egenkapitalinstrumenter er basert på skattejusterte FTSE All-World indekser (store og mellomstore selskaper) og skal ha følgende sammensetning:

Tabell 0.1 Innenfor delporteføljen bestående av LGA og LGR i USA og Kanada foretas det en omvekting av sektorindeksene basert på følgende justeringsfaktorer

	Valuta	Sektor	Region	Faktor
NB CAD ABS	CAD	Securitized	AMERICA	1.0
NB CAD Agency	CAD	Government Related	AMERICA	1.0
NB CAD CMBS	CAD	Securitized	AMERICA	1.0
NB CAD Covered Bonds	CAD	Securitized	AMERICA	1.0
NB CAD Financial	CAD	Corporate	AMERICA	1.0
Global Inflation-Linked: Canada	CAD	ILB	AMERICA	1.0
NB CAD INDS SR	CAD	Corporate	AMERICA	1.0
NB CAD Local Authority	CAD	Government Related	AMERICA	1.0
NB CAD MBS	CAD	Securitized	AMERICA	1.0
NB CAD Sovereign	CAD	Government Related	AMERICA	1.0
NB CAD Supranational	CAD	Government Related	AMERICA	1.0
NB CAD Treasury	CAD	Treasury	AMERICA	1.0
NB CAD Utility	CAD	Corporate	AMERICA	1.0
NB USD ABS	USD	Securitized	AMERICA	0.5
NB USD Agency	USD	Government Related	AMERICA	0.5
NB USD CMBS	USD	Securitized	AMERICA	0.5
NB USD Covered Bonds	USD	Securitized	AMERICA	0.5
NB USD Financial	USD	Corporate	AMERICA	1+x
Global Inflation-Linked: U.S. TIPS	USD	ILB	AMERICA	1+x
NB USD INDS SR	USD	Corporate	AMERICA	1+x
NB USD Local Authority	USD	Government Related	AMERICA	1+x
NB USD MBS	USD	Securitized	AMERICA	0.5
NB USD Sovereign	USD	Government Related	AMERICA	1+x
NB USD Supranational	USD	Government Related	AMERICA	1+x
NB USD Treasury	USD	Treasury	AMERICA	1+x
NB USD Utility	USD	Corporate	AMERICA	1+x

Tabell 1 Faktorer for omvekting av sektorindeksene LGA og LGR i USA og Kanada. Variabelen x i tabellen bestemmes hver måned slik at samlet vektet markedsverdi i USD blir den samme utvektet markedsverdi.

- 50 pst. FTSE All-World Europe der følgende land er inkludert: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland og Østerrike.
- 35 pst. FTSE All-World Americas /FTSE All-World Africa der følgende land er inkludert: Brasil, Canada, Mexico, USA og Sør-Afrika.
- 15 pst. FTSE All-World Asia Pacific der følgende land er inkludert: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore, Sør-Korea og Taiwan.

Fordelingene innenfor hver region er fastsatt på grunnlag av markeds kapitaliseringsvekter med daglig rebalansering av landvektene.

2. Rebalansering av referanseporteføljen – forskriften § 5

unntatt offentlighet

3. Relativ volatilitet og tilleggsbegrensninger – forskriften §§ 4-6

3.1 Grense for relativ volatilitet

Det er et generelt krav at beregning av forventet (ex ante) relativ volatilitet skal gjøres i et system som modellerer risikoen knyttet til de viktigste finansielle instrumentene som fondet investerer i. I de tilfellene der systemet ikke modellerer finansielle instrumenter fondet er investert i, skal tilnærmingene baseres på konservative anslag og metoder slik at det er større sannsynlighet for at den

forventede relative volatiliteten blir overvurdert enn undervurdert i forhold til realisert relativ volatilitet. Systemet skal aggregere risiko over aktivaklasser og finansielle instrumenter på en tilfredsstillende måte.

Et viktig mål for risikosystemet er at risikoen knyttet til de finansielle instrumentene skal beregnes på en slik måte at estimert risiko i fondet over tid skal avvike minst mulig fra faktisk risiko. Det er også hensiktsmessig med en viss stabilitet i valg av system for beregning av risiko.

3.2 Restriksjoner på investeringer i enkelte statsobligasjoner

Fondet kan ikke plasseres i rentebærende instrumenter utstedt av følgende stater: Burma.

3.3 Krav til prosedyre for godkjenning av nye markeder og valutaer

Før investeringer i nye markeder og valutaer godkjennes internt i Norges Bank, skal det gjennomføres en grundig prosess som i hvert enkelt tilfelle beskriver hvordan banken vil håndtere problemstillinger knyttet til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko for investeringer i det enkelte marked og valuta. Prosedyren skal omfatte en vurdering opp mot de krav som følger av punkt 4 i de utfyllende retningslinjer. Slike vurderinger skal dokumenteres.

4. Krav til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko – forskriften § 7

Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Fondet kan ikke investeres i markeder, aktivaklasser eller instrumenter dersom oppfyllelse av disse kravene ikke kan dokumenteres. jf. også punkt 3.1.

4.1 Verdivurdering og avkastningsmåling

Metoden for å fastsette verdien av finansielle instrumenter skal være etterprøvbart og med rimelig sikkerhet representere den virkelige verdien av fondets eiendeler på måletidspunktet. Verdifastsettelsen skal minst skje månedlig og være basert på markedspriser eller anerkjente prismodeler der markedspriser ikke kan observeres.

4.2 Styring, måling og kontroll av risiko

4.2.1 Markedsrisiko

Markedsrisikoen skal måles slik at det kan godtgjøres at grensen for relativ risiko i Pensjonsfondet overholdes. Beste praksis på området skal benyttes med hensyn til målemetoder, detaljeringsgrad (dekomponering) og målefrekvens.

4.2.2 Motpartsrisiko

Norges Bank skal ha betryggende rutiner og systemer for utvelgelse og evaluering av motparter. Oppfølgingssystem og målefrekvens for kontroll av motpartsrisiko, herunder krav til minimum kredittvurdering og eksponeringsrammer, skal følge beste praksis på området.

Motparter for usikrede innskudd og ikke-børsnoterte derivathandler skal ha en langsiktig kredittvurdering på minimum A-/A3/A- fra minst ett av de tre byråene Fitch, Moody's eller Standard & Poor's. I særlige tilfeller kan Norges Bank gjøre unntak fra dette minimumskravet for en sentral motpart. Finansdepartementet orienteres i ettertid dersom slike unntak er gitt.

Norges Bank må fastsette utfyllende krav til kredittvurdering, sikkerhetsstillelse og eksponeringsrammer som er hensiktsmessige i den operative forvaltningen, og måle samlet eksponering overfor motparter i henhold til internasjonalt anerkjente metoder som tilfredsstillende nødvendige krav til etterprøvbart og nøyaktighet.

Norske banker kan benyttes som motpart i valutahandel og ved bankinnskudd, såfremt dette er i en valuta innenfor investeringsuniverset.

4.2.3 Operasjonell risiko

Det skal benyttes identifiserings- og målemetoder som følger internasjonalt anerkjente standarder for de ulike dimensjonene av operasjonell risiko. Den operasjonelle risikoen skal være identifisert og skal kunne måles og kontrolleres før ny virksomhet (som for eksempel plassering i nye land, instrumenter, aktivaklasser, motparter, eksterne tjenesteytere, IT-systemer m.m.) igangsettes.

4.3 Rapportering

Årsrapportene som Norges Bank utarbeider etter forskriftens § 1, skal bl.a. inneholde:

- Norges Banks strategiplan og investeringsstrategi for fondet

- En oppstilling av alle vesentlige eksterne tjenesteleverandører, inkl. fullstendig oppstilling av eksterne forvaltere
- En redegjørelse for de standarder Norges Bank benytter i verdivurdering (regnskapet), avkastningsmåling, samt styring, måling og kontroll av identifiserte risikofaktorer (markedsrisiko, motpartsrisiko og operasjonell risiko)
- Rapportering av fondets avkastning, inkl. absolutt og relativ avkastning målt i norske kroner og fondets valutakurv, realavkastning, dekomponering av avkastning på aktivaklasse og intern/ekstern forvaltning
- Rapportering av kostnader knyttet til innfasing av nye midler, ekskludering av selskaper og andre endringer som følger av Finansdepartementets beslutninger om endringer i fondets referanseportefølje
- Rapportering av fondets absolutte og relative markedsrisiko (volatilitet), månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser
- Sammensetning av renteporteføljen etter hovedgrupper av kredittvurderingskarakter
- En oversikt over nye land, valutaer og instrumenter som porteføljen har vært investert i
- Oversikt over fondets plasseringer i forhold til forskriftens kvantitative bestemmelser
- Utøvelse av eierrettigheter i samsvar med departementets etiske retningslinjer, jf. punkt 5.3.2.
- En liste over selskaper som er trukket ut av investeringsuniverset
- Regnskapsrapportering iht. Norges Banks regnskapsprinsipper
- Fullstendig oppstilling av aksjer og obligasjoner pr. 31.12.
- Organisering og driftskostnader i Norges Bank Kapitalforvaltning
- Kvartalsrapportene som Norges Banks utarbeider skal bl.a. inneholde:
 - Rapportering av fondets avkastning, inkl. absolutt og relativ avkastning målt i norske kroner og fondets valutakurv, realavkastning, samt beskrive viktige bidrag til relativ avkastning
 - Rapportering av fondets absolutte og relative markedsrisiko (volatilitet), månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser
 - Sammensetning av renteporteføljen etter hovedgrupper av kredittvurderingskarakter
 - Oversikt over fondets plasseringer i forhold til forskriftens kvantitative bestemmelser
 - En liste over selskaper som er trukket ut av investeringsuniverset
 - Regnskapsrapportering iht. Norges Banks regnskapsprinsipper

Brudd på forskriftens eierandelsbegrensning som blir reversert innen ti handledager, representerer ikke et formelt brudd på forskriften og skal dermed ikke rapporteres til departementet.

5. Etikk – forskriften § 8

5.1 Grunnlag

De etiske retningslinjene for fondet bygger på to grunnlag:

- Fondet er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom. Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling.
- Fondet skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlatelser som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljøødeleggelser.

5.2 Virkemidler

Det etiske grunnlaget for fondet skal fremmes gjennom følgende tre virkemidler:

- Eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper
- Negativ filtrering fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper
- Uttrekk av selskaper fra investeringsuniverset der det anses å være en uakseptabel risiko for å medvirke til:
 - Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid og annen utbytting av barn
 - Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
 - Alvorlig miljøskade
 - Grov korrupsjon

- Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

5.3 Eierskapsutøvelse

5.3.1

Det overordnede målet for Norges Banks utøvelse av eierrettigheter for fondet er å sikre fondets finansielle interesser. Utøvelsen av eierrettighetene skal bygge på at fondet har en lang tidshorison for sine investeringer, og at investeringene er bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset. Eierskapsutøvelsen skal i hovedsak baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper. Det skal framgå av Norges Banks interne retningslinjer for utøvelse av eierrettighetene hvordan disse prinsippene integreres i eierskapsutøvelsen.

5.3.2

Norges Bank skal i forbindelse med sin regulære årsrapportering redegjøre for sin utøvelse av eierrettigheter. Det skal gjøres rede for hvordan banken har opptrådt som eierrepresentant – herunder hva som er gjort for å ivareta de spesielle interessene knyttet til langsiktighet og bredde i investeringsomfang i henhold til punkt 5.3.1.

5.3.3

Norges Bank kan delegere utøvelsen av eierrettigheter i samsvar med disse retningslinjene til eksterne forvaltere.

5.4 Filtrering og uttrekk

5.4.1

Finansdepartementet treffer beslutning om negativ filtrering og uttrekk av selskaper fra investeringsmulighetene etter tilrådning fra fondets etiske råd. Tilrådingene og beslutningene er offentlige. Departementet kan i særlige tilfeller utsette tidspunktet for offentliggjøring dersom det anses nødvendig for en finansielt forsvarlig gjennomføring av uttrekk av selskapet.

5.4.2

Fondets etiske råd består av fem medlemmer. Rådet har sitt eget sekretariat. Rådet avgir årlig rapport om sin virksomhet til Finansdepartementet.

5.4.3

Rådet gir tilrådning om hvorvidt en investering kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser etter anmodning fra Finansdepartementet.

5.4.4

Rådet gir tilrådning om negativ filtrering av et eller flere selskaper på grunnlag av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper. Rådet gir tilrådning om å trekke et eller flere selskaper ut av investeringsuniverset på grunn av handlinger eller unnlatelser som innebærer en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til:

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

Rådet tar opp saker under dette punkt på eget initiativ eller etter anmodning fra Finansdepartementet.

5.4.5

Rådet innhenter nødvendig informasjon på fritt grunnlag og sørger for at saken er så godt belyst som mulig før tilrådning om uttrekk eller utelukkelse fra investeringsuniverset gis. Rådet kan be Norges Bank om opplysninger om hvordan konkrete selskaper er håndtert i eierskapsutøvelsen. Henvendelse til vedkommende selskap skal skje gjennom Norges Bank. Vurderer rådet å tilrå uttrekk, skal utkast til tilrådning, sammen med grunnlaget for den, forelegges selskapet til uttalelse.

5.4.6

Rådet skal rutinemessig vurdere om grunnlaget for utelukkelse fortsatt er til stede og kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale Finansdepartementet at en beslutning om utelukkelse oppheves.

5.4.7

De avgjørelser Finansdepartementet fatter i forbindelse med tilrådning fra rådet, skal umiddelbart meddeles Norges Bank. Finansdepartementet kan be Norges Bank meddele de berørte selskaper hvilken avgjørelse departementet har fattet og begrunnelsen for avgjørelsen.

5.5 Utelukkelse av enkeltselskaper

Det skal føres liste over enkeltselskaper som er utelukket fra fondets investeringsunivers. Listen inngår som vedlegg til disse retningslinjene.

Vedlegg

Selskaper som er utelukket fra Statens pensjonsfond – Utlands investeringsunivers

Det vises til liste på Finansdepartementets hjemmeside på Internett.

Forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank

Følgende forvaltningsavtale for Statens pensjonsfond – Utland er inngått mellom Finansdepartementet og Norges Bank 12. februar 2001 og sist endret 22. desember 2005.

1. Avtalens innhold mv.

Staten ved Finansdepartementet har gitt Norges Bank i oppdrag å forestå den operative forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland («fondet»). Forvaltningen av fondet er regulert i lov om Statens pensjonsfond av 20. desember 2005, forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – utland og retningslinjer med utfyllende bestemmelser som er eller måtte bli vedtatt av Finansdepartementet. Denne avtale regulerer sammen med nevnte regelverk forholdet mellom Finansdepartementet og Norges Bank i forbindelse med forvaltningen av fondet.

Alle meddelelser som berører denne avtale, skal være skriftlige og undertegnet. Slike meddelelser skal sendes til Norges Bank Kapitalforvaltning og til Økonomiavdelingen i Finansdepartementet.

2. Norges Banks plikter

2.1 Norges Banks ansvar

Norges Bank skal forvalte fondet i samsvar med lov, økonomireglement for staten, forskrifter og andre vedtak og retningslinjer som gjelder for fondet, jf punktene 1 og 3.1. Saker av særlig viktighet skal forelegges Finansdepartementet.

Kvartals- og årsrapporter om forvaltningen av fondet som Norges Bank avgir, jf. forskriftens § 1, skal være bekreftet av Norges Banks Revisjon. Norges Bank skal uten ugrunnet opphold varsle departementet dersom det har funnet sted eller ventes å finne sted vesentlige endringer i fondets verdier. Norges Bank plikter å gi Finansdepartementet de opplysningene departementet ber om, herunder opplysninger i datalesbar form til selskap som bistår departementet i vurderingen av Norges Banks forvaltning av fondet.

Norges Bank er erstatningspliktig overfor staten for tap som følge av uaktsomhet eller forsett fra bankens side eller fra eksterne forvaltere eller eksterne tjenesteytere som banken har inngått avtale med, jf. avtalens pkt. 2.2 første ledd.

2.2 Forvaltning av fondet

Norges Bank kan benytte eksterne forvaltere og også for øvrig gjøre bruk av eksterne tjenesteytere ved forvaltningen av fondsmidlene. Slike forvaltere må ha betryggende interne etiske retningslinjer for sin egen virksomhet. Norges Bank er avtalepart med slike tjenesteytere, og skal føre tilsyn med deres virksomhet på vegne av fondet.

Finansdepartementet skal orienteres om valg av eksterne tjenesteytere av vesentlig betydning for forvaltningen og om grunnlaget for valget. Departementet skal motta kopier av vedleggene om godtgjøring i nye forvaltningsavtaler som Norges Bank har inngått med eksterne forvaltere i forbindelse med forvaltningen av fondet. Godtgjøring til eksterne forvaltere skal skje slik at fondet beholder den vesentligste delen av økninger i meravkastningen. Finansdepartementet kan kreve å få seg forelagt alle kontrakter Norges Bank har inngått i forbindelse med forvaltningen av fondet.

2.3 Endringer i forskrifter, retningslinjer mv.

Etter anmodning fra Finansdepartementet skal Norges Bank gi departementet råd om endringer i rammevilkårene for forvaltningen, herunder forskrifter, vedtak og retningslinjer som departementet fastsetter. Norges Bank kan også fremme

egne forslag om endringer i rammevilkårene dersom banken anser det hensiktsmessig.

2.4 Uttrekk og filtrering av enkelte finansielle instrumenter

Norges Bank skal etter anmodning fra Finansdepartementet eller fondets etiske råd innhente opplysninger fra nærmere angitte utstedere og gi disse opplysningene til rådet.

Dersom Finansdepartementet treffer vedtak om å utelukke bestemte finansielle instrumenter fra investeringsmulighetene til fondet, skal Norges Bank normalt gis en frist på åtte uker til å gjennomføre eventuelle nedslag fra fondet.

Norges Bank skal gi melding til Finansdepartementet når et nedslag er gjennomført. Finansdepartementet skal vurdere offentliggjøring av rådets og Finansdepartementets vurderinger fra sak til sak, jf. kgl. res. av 19. november 2004. Dersom forvaltningsmessige hensyn tilsier det, skal offentliggjøring søkes utsatt til etter at Finansdepartementet har mottatt melding om at nedslag er gjennomført.

2.5 Informasjon

Norges Bank skal innenfor offentlighetsloven og forvaltningslovens rammer, og etter nærmere retningslinjer fra Finansdepartementet, gi informasjon til offentligheten om utførelsen av forvalteroppdraget.

3. Finansdepartementets plikter

3.1 Forskrifter retningslinjer mv.

Norges Bank skal ha anledning til å uttale seg før det foretas endringer i forskrifter, vedtak eller retningslinjer om forvaltningen, og skal ha varsel i rimelig tid for å kunne foreta eventuelle endringer i porteføljen.

3.2 Godtgjøring

Godtgjøringen skal skje i samsvar med Vedlegg 1 til denne avtale. Beregningsmåten for godtgjøringen kan innen 1. desember hvert år kreves endret av begge parter for det påfølgende kalenderår.

Godtgjøringen trekkes fra fondets brutto avkastning før netto avkastning tilføres fondets kronkonto pr. 31. desember hvert år. Norges Bank skal oversende sin beregning av godtgjøringen til

Finansdepartementet så tidlig som mulig og senest en uke før endelig regnskapsavslutning.

3.3 Kreditering

Finansdepartementet foretar eventuelle overføringer av midler fra statskassen til fondets kronkonto i Norges Bank. Meldingsfrist til Norges Bank og endelig kronebeløp som krediteres følger av de til enhver tid gjeldende retningslinjer for rebalansering av fondet.

3.4 Debitering

Finansdepartementet gir Norges Bank melding i rimelig tid for tilpasning av porteføljen før det foretas trekk på fondet. Finansdepartementet gir beskjed om hvilken konto overføringen skal godskrives.

3.5 Skattespørsmål

Finansdepartementet skal bidra til å frembringe den dokumentasjon som er nødvendig for å avklare skatteposisjonen for de plasseringer av fondets midler som er foretatt i utlandet.

4. Endringer og oppsigelse

4.1 Endringer

Avtalen skal endres når endringer i lov eller forskrift, vedtak eller retningslinjer tilsier det. For øvrig kan denne avtale med vedlegg ikke endres uten etter skriftlig samtykke fra begge parter.

4.2 Oppsigelse mv.

Dersom ingen av partene innen 31. desember i et år har gitt skriftlig melding om at avtalen skal opphøre pr. 31. desember påfølgende år, vil avtalen løpe ytterligere ett år om gangen inntil slik melding blir gitt.

Finansdepartementet gir nærmere regler og instruksjoner ved avvikling av forvaltningsoppdraget, herunder om sluttvederlag og annen godtgjøring til Norges Bank i forbindelse med avviklingen. Punkt 3.1 gjelder tilsvarende.

Oslo, den 22.12.2005

For Finansdepartementet
For Norges Bank

Vedlegg 1

Godtgjøring for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Godtgjøringen skal dekke de kostnader Norges Bank har ved forvaltningen av fondet. For 2008 vil dog kostnader utover 10,0 basispunkter av fondets gjennomsnittlige markedsverdi ikke bli dekket. Beregning av gjennomsnittsbeløpet baseres på markedsverdien av fondets portefølje regnet i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret. I tillegg til kostnadsdekning innenfor den øvre grensen godtgjøres Norges Bank for den del av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Regler for innfasing av nye vektorer i den strategiske referanseporteføljen
unntatt offentlighet

Lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet

§ 1. Formål

Folketrygdfondet skal i eget navn forvalte motverdien av kapitalinnskuddet Statens pensjonsfond – Norge på oppdrag fra departementet, jf. lov 21. desember 2005 om Statens pensjonsfond § 2. Folketrygdfondet skal også utføre andre forvalteroppgaver som departementet tillegger Folketrygdfondet.

§ 2. Eier

Folketrygdfondet eies av staten alene.

§ 3. Partsstilling

Folketrygdfondet er et eget rettssubjekt.

§ 4. Vedtekter

Folketrygdfondet skal ha vedtekter som fastsettes av departementet.

§ 5. Registrering i Foretaksregisteret

Folketrygdfondet skal registreres i Foretaksregisteret.

§ 6. Forholdet til annen lovgivning

Forvaltningsloven gjelder ikke for Folketrygdfondet. Forvaltningslovens regler om inhabilitet og taushetsplikt gjelder likevel for Folketrygdfondets tillitsvalgte, ansatte og andre som utfører tjeneste eller arbeid for Folketrygdfondet. Taushetsplikt gjelder ikke overfor departementet.

Folketrygdfondet regnes som offentlig organ etter lov 4. desember 1992 nr. 126 om arkiv § 2 bokstav g.

§ 7. Statens egenkapitalinnskudd og ansvar

Staten skal ved opprettelsen av Folketrygdfondet gjøre et egenkapitalinnskudd. Endringer av innskuddet og anvendelse av overskudd på innskuddet kan vedtas av departementet.

Staten hefter ikke for Folketrygdfondets forpliktelser.

§ 8. Styret

Folketrygdfondet skal ha et styre bestående av ni medlemmer, som med personlige varamedlemmer oppnevnes av Kongen for fire år om gangen, inntil regnskapet er avsluttet for det fjerde året etter oppnevningen.

Ved behandling av administrative saker suppleres styret med ytterligere ett styremedlem og én observatør som velges av og blant de ansatte.

Styremedlemmer og varamedlemmer kan tre tilbake før tjenestetiden er ute med rimelig forhåndsvarsel til departementet.

Dersom styremedlemmer eller varamedlemmer fratrer eller dør i løpet av den tid de er oppnevnt for, skal nytt medlem eller varamedlem oppnevnes for den gjenstående tid.

Kongen utpeker lederen for styret. Styret velger nestlederen blant sine medlemmer.

Styremedlemmer og varamedlemmer skal ha godtgjøring som fastsettes av departementet.

Aksjeloven § 20-6 gjelder tilsvarende for Folketrygdfondet.

§ 9. Styrets ledelse og tilsynsansvar

Forvaltningen av Folketrygdfondet hører under styret.

Styret skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten. Styret skal holde seg orientert om Folketrygdfondets virksomhet og plikter å påse at virksomheten, herunder regnskap og formuesforvaltning, er gjenstand for betryggende kontroll.

Styret skal føre tilsyn med administrasjonens ledelse av Folketrygdfondet og virksomheten for øvrig.

Aksjeloven § 6-17 gjelder tilsvarende for styret i Folketrygdfondet.

§ 10. Administrerende direktør

Administrerende direktør i Folketrygdfondet tilsettes av styret. Administrerende direktørs godtgjøring og pensjon fastsettes av styret med orientering til departementet.

Administrerende direktør står for den daglige ledelse av Folketrygdfondets virksomhet og skal følge de retningslinjer og pålegg som styret har gitt.

Den daglige ledelse omfatter ikke saker som er av uvanlig art eller stor betydning.

Administrerende direktør skal sørge for at Folketrygdfondets regnskap oppfyller kravene som følger av § 12 i denne lov og at formuesforvaltningen er ordnet på betryggende måte.

Aksjeloven § 6-17 gjelder tilsvarende for administrerende direktør i Folketrygdfondet.

§ 11. Representasjon utad

Styret representerer Folketrygdfondet utad og tegner dets firma.

Styret kan gi styremedlemmer eller administrerende direktør rett til å tegne Folketrygdfondets firma. Slik fullmakt kan fastsettes i vedtektene, som også kan begrense styrets myndighet til å gi rett til å tegne Folketrygdfondets firma.

Administrerende direktør representerer Folketrygdfondet utad i saker som faller innenfor hans eller hennes myndighet etter § 10 i denne lov.

Har noen som representerer Folketrygdfondet utad ved handling på vegne av Folketrygdfondet overskredet sin myndighet, er handlingen ikke bindende for Folketrygdfondet dersom medkontrahenten innså eller burde innse at myndigheten er overskredet og det derfor ville stride mot redelighet å gjøre rett etter handlingen gjeldende.

§ 12. Årsregnskap og årsberetning

Folketrygdfondet er regnskapspliktig etter regnskapsloven og bokføringspliktig etter bokføringsloven. Departementet kan i forskrift utfylle eller fravike bestemmelser i regnskapsloven for Folketrygdfondet.

Årsregnskap og årsberetning godkjennes av departementet og meddeles Stortinget.

§ 13. Revisjon

Folketrygdfondet skal ha revisor som velges av departementet. Departementet kan i forskrift fastsette bestemmelser om revisjon.

Revisors godtgjøring skal godkjennes av departementet.

Styret skal utpeke Folketrygdfondets internrevisjon. Styret skal hvert år godkjenne internrevisjonens ressurser og planer. Internrevisjonen rapporterer til styret.

§ 14. Riksrevisjonens kontroll

Riksrevisjonen fører kontroll med forvaltningen av statens interesser og kan foreta undersøkelser i Folketrygdfondet etter lov 7. mai 2004 nr. 21 om Riksrevisjonen og instruks fastsatt av Stortinget.

§ 15. Utfyllende regler

Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler for Folketrygdfondet.

§ 16. Ikrafttredelse og endringer i andre lover

Loven trer i kraft fra den tid Kongen bestemmer.1

Fra den tid loven trer i kraft, gjøres følgende endringer i andre lover:

1. I lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven) gjøres følgende endringer:

§ 2-30 nr. (1) bokstav e nr. 7 skal lyde:

7. Folketrygdfondet

§ 2-30 nr. (1) bokstav f skal lyde:

f. folketrygden

2. I lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond oppheves § 7 annet punktum.

1. Fra 1 jan 2008 iflg. res. 29 juni 2007 nr. 937.

§ 17. Overgangsbestemmelser

Overføring til det selvstendige rettssubjektet Folketrygdfondet av forpliktelser knyttet til forvaltningsorganet Folketrygdfondet har frigjørende virkning for staten. Fordringshavere og andre rettighetshavere kan ikke motsette seg overføringen eller gjøre gjeldende at overføringen utgjør en bortfallsgrunn for rettsforholdet.

Lov 4. mars 1983 nr. 3 om statens tjenestemenn m.m. (tjenestemannsloven) § 13 nr. 2-6 om

fortrinnsrett til annen statsstilling og ventelønn, skal fortsatt gjelde for arbeidstakere i forvaltningsorganet Folketrygdfondet som blir sagt opp av grunn som nevnt i tjenestemannsloven § 13 nr. 1 bokstav a, b og c, og som var omfattet av disse reglene før lovens ikrafttredelse. Fortrinnsretten til annen statsstilling og retten til ventelønn etter forrige punktum opphører tre år etter lovens ikrafttredelse.

Øvrige overgangsbestemmelser fastsettes av Kongen.

Forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

Hjemmel: Fastsatt av Finansdepartementet 7. november 2007 med hjemmel i lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet § 15.

§ 1. Forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge

Folketrygdfondet skal forvalte Statens pensjonsfond – Norge (heretter kalt «pensjonsfondet») på vegne av Finansdepartementet.

§ 2. Plassering av pensjonsfondet

Pensjonsfondet er et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet. Folketrygdfondet skal i eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd.

Styret i Folketrygdfondet har ansvaret for at pensjonsfondets midler plasseres med sikte på høyest mulig avkastning over tid i norske kroner innenfor de rammer som følger av lov, forskrift og utfyllende retningslinjer for forvaltningen.

§ 3. Regnskapsmessig avkastning

Verdien av pensjonsfondet settes lik verdien av porteføljen av finansielle instrumenter og kontantinnskudd. Porteføljer resultatet med fradrag for godtgjøring til Folketrygdfondet tillegges kapitalen pr. 31. desember hvert år.

§ 4. Investeringsunivers

Pensjonsfondet skal plasseres i en aksje- og renteportefølje i henhold til følgende fordeling:

Egenkapitalinstrumenter 50-70 pst.

Rentebærende instrumenter 30-50 pst.

Egenkapitalinstrumenter omfatter aksjer, grunnfondsbevis, konvertible obligasjoner og obligasjoner med kjøpsrett til aksjer tatt opp til

handel på regulert markedsplass. Det kan benyttes finansielle instrumenter, herunder derivater, i styring av aksje- og renteporteføljen. Folketrygdfondet kan inngå salgs- og gjenkjøpsavtaler knyttet til egenkapitalinstrumenter og rentebærende instrumenter der erververen av instrumentene etter avtalen har plikt til å tilbakeføre disse til selger.

Aksjeporføljen skal plasseres i egenkapitalinstrumenter tatt opp til handel på regulert markedsplass i henhold til følgende fordeling:

Norge 80-90 pst.

Danmark, Finland og Sverige 10-20 pst.

Renteporføljen skal plasseres i rentebærende instrumenter hvor utsteder er hjemmehørende i Danmark, Finland, Sverige og Norge, eller har egenkapital tatt opp til handel på regulert markedsplass i disse landene, i henhold til følgende fordeling:

Norge 80-90 pst.

Danmark, Finland og Sverige 10-20 pst.

Inntil 2,5 pst. av pensjonsfondets kapital kan plasseres i norske aksjer som ikke er tatt opp til handel på regulert markedsplass dersom selskapet har søkt eller har konkrete planer om å søke opptak på slik markedsplass.

Folketrygdfondet kan beholde aksjer i norsk selskap som i forbindelse med oppkjøp, fusjon e.l. endrer status til å bli utenlandsk selskap.

Finansdepartementet kan fatte beslutninger om å utelukke selskaper fra Folketrygdfondets investeringsunivers.

§ 5. Referanseportefølje og relativ volatilitet

Finansdepartementet fastsetter en referanseportefølje for pensjonsfondet.

Den forventede forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen målt ved forventet relativ volatilitet på annualisert basis, skal maksimalt være 3 prosentpoeng. Det skal ikke tas valutaposisjoner i den aktive forvaltningen av pensjonsfondet.

§ 6. Eie av andeler

Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av aksjekapital eller grunnfondskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 5 prosent av aksjekapital eller grunnfondskapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland og Sverige. Et selskaps eie av egne andeler skal ikke tas med ved beregning etter denne bestemmelsen.

§ 7. Risikostyring

Styret skal påse at det er betryggende risikostyring og kontrollrutiner i forvaltningen av pensjonsfondet.

§ 8. Eierskapsutøvelse og etikk

Folketrygdfondet skal ved sin eierskapsutøvelse ha som overordnet mål å sikre pensjonsfondets finansielle interesser.

Folketrygdfondet skal ha etiske retningslinjer for forvaltningen av pensjonsfondet.

§ 9. Års- og halvårsrapportering

Folketrygdfondet skal utarbeide årsrapport og halvårsrapport for forvaltningen av pensjonsfondet.

§ 10. Utfyllende regler

Finansdepartementet kan gi nærmere bestemmelser til utfylling og gjennomføring av reglene. Finansdepartementet kan i særlige tilfeller fravike § 4 – § 6.

§ 11. Ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft 1. januar 2008. Fra samme tidspunkt oppheves forskrift 15. desember 2006 nr. 1419 om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge.

Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

Disse retningslinjene gir utfyllende bestemmelser til lov om Statens pensjonsfond og forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge («forskriften»).

Innhold:

1. Referanseportefølje og investeringsunivers
2. Rebalansering av referanseporteføljen
3. Krav til styring og kontroll av risiko, verdivurdering og avkastningsmåling
4. Rapportering
5. Eierskapsutøvelse og etikk
6. Overgangsbestemmelser

1. Referanseportefølje og investeringsunivers – forskriften §§ 4-5

1.1 Strategisk referanseportefølje – aktivklasser

Den strategiske referanseporteføljen er satt sammen av 40 pst. rentebærende instrumenter og 60 pst. egenkapitalinstrumenter.

1.2 Strategisk referanseportefølje for rentebærende instrumenter

Den strategiske referanseporteføljen for rentebærende instrumenter har følgende sammensetning:

- 85 pst. av porteføljen skal bestå av Lehman Global Aggregate (LGA) Norge. Denne delen av referanseporteføljen kan bestå av lån utstedt i følgende valutaer: NOK, EUR, GBP, USD, SEK og DKK. Referanseporteføljen skal bestå av en privat del og en statsdel, med følgende sammensetning:
 - Statsobligasjonsdelen av indeksen (Lehman Global Treasury Norway) skal ha en vekt på 30 pst. av samlet indeksverdi for LGA, målt ved hvert månedsskifte (dvs. det tidspunktet Lehman benytter for indeksendringer).
 - Den private delen av indeksen (Lehman Global Aggregate Norway) skal ha en vekt på 70 pst. av samlet indeksverdi for LGA, målt ved hvert månedsskifte (dvs. det tidspunktet Lehman benytter for indeksendringer).

Denne delen av referanseporteføljen skal kurssikres mot norske kroner.

- 15 pst. av porteføljen skal bestå av Lehman Global Aggregate Scandinavia (ex Norge). Denne delen av referanseporteføljen kan bestå av lån utstedt i følgende valutaer: DKK, SEK, EUR, GBP og USD.

Denne delen av referanseporteføljen skal ikke kurssikres mot norske kroner.

Ved hvert månedsskifte endres sammensetningen av referanseindeksen i henhold til de endringer i sammensetning som Lehman Brothers gjennomfører.

1.3 Strategisk referanseportefølje for egenkapitalinstrumenter

Den strategiske referanseporteføljen for egenkapitalinstrumenter har følgende sammensetning:

- 85 pst. av porteføljen skal bestå av Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX).
- 15 pst. av porteføljen skal bestå av VINX Benchmark (CMVINXBXINN) utbyttejustert for investor med norsk skatteposisjon. Selskaper som er børsnotert i Island og Norge inngår ikke i indeksgrunnlaget. Selskaps- og regionfordelingen innenfor Norden (ex Norge og Island) fastsettes på grunnlag av indeksleverandørens regelverk for aksjeindeksen VINX Benchmark. Referanseporteføljen skal ikke kurssikres mot norske kroner.

1.4 Investeringsunivers og markedsplass

Når aksjeselskap som inngår i porteføljen til Statens pensjonsfond – Norge blir tatt av børs, skal Folketrygdfondet avhende aksjene senest innen tre måneder etter at selskapets børsnotering opphørte.

For norske aksjeselskap notert på Oslo Børs som blir gjenstand for oppkjøp, fusjon eller lignende gjelder ikke regelen i første ledd.

2. Rebalansering av referanseporteføljen

– forskriften § 5

Dette punktet er unntatt offentlighet.

3. Krav til styring og kontroll av risiko, verdivurdering og avkastningsmåling – forskriften §§ 5 og 7

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

Folketrygdfondet skal fastsette prinsipper for måling og styring av risiko og selskapets internkontroll. Videre skal Folketrygdfondet fastsette rammer for markeds-, kreditt-, motparts-, valuta- og operasjonell risiko. Rammene skal være konsistent med rammer gitt i lov, forskrift, utfyllende retningslinjer og være basert på beste internasjonale praksis.

Det skal etableres en struktur for delegering av ansvar og rapportering mellom de ulike delene av organisasjonen. Denne strukturen skal bidra til en hensiktsmessig arbeidsdeling og en betryggende rollefordeling mellom kontrollerende funksjoner og forvalterdelen av organisasjonen. Strukturen skal redusere uønskede virkninger av potensielle interessekonflikter og sikre nødvendig

uavhengighet og kontroll i oppfølgingen av forvaltningen.

3.1 Måling og styring av markedsrisiko

Det skal fastsettes prinsipper for måling og styring av markedsrisikoen i Statens pensjonsfond – Norge. Disse prinsippene skal være konsistent med lov, forskrift, utfyllende retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Beregning av forventet (ex ante) absolutt og relativ volatilitet skal gjøres i et system som modellerer markedsrisikoen knyttet til de finansielle instrumentene som fondet investerer i. Beste praksis på området skal benyttes med hensyn til instrumentmodellering, målemetoder, detaljeringsgrad (dekomponering) og målefrekvens. Markedsrisikoen skal måles slik at det kan godtgjøres at grensen for relativ risiko i Statens pensjonsfond – Norge overholdes til enhver tid.

Systemet skal aggregere risiko over aktivaklasser og finansielle instrumenter på en tilfredsstillende måte. Dette innebærer at absolutt og relativ risiko knyttet til de fire aktivklassene (norske og nordiske aksjer og norske og nordiske renter) skal modelleres i et integrert system og at systemet skal behandle lignende instrumenter konsistent.

Risikomålingssystemet skal muliggjøre dekomponering av absolutt og relativ risiko langs relevante dimensjoner som enkeltposisjoner, porteføljer, aktivaklasser, instrumenttyper, land og sektorer.

Risikomålingssystemet skal være fleksibelt i den forstand at risikoen kan anslås ved hjelp av flere metoder, som for eksempel parametrisk metode, historiske simuleringer og Monte Carlo simuleringer. Videre skal systemet kunne beregne absolutt og relativ VaR for vilkårlige konfidensintervall for de tre metodene i tillegg til standard beregninger av absolutt og relativ volatilitet.

Risikoen knyttet til verdipapirporteføljene skal beregnes på en slik måte at estimert risiko i fondet over tid skal avvike minst mulig fra variasjonene i realisert absolutt avkastning og differanseavkastning. Folketrygdfondet skal på regelmessig basis og minst en gang per måned jamføre risikoprediksjoner mot realisert avkastning (backtest/validering).

Absolutt og relativ risiko for fondet og delporteføljene skal måles og rapporteres til Folketrygdfondets ledelse minst en gang per uke. Dekomponeringer av absolutt og relativ risiko skal måles og

rapporteres til fondets ledelse minst en gang per måned.

Det skal foreligge dokumentasjon av risikosystemets oppbygning (herunder flow chart som viser dataflyten), og det skal utarbeides arbeidsrutiner for drifting av systemet. Videre skal det føres en logg som inneholder informasjon om antall posisjoner i porteføljen, antall og type opplastede posisjoner til risikomålingssystemet, antall og type posisjoner som importeres til systemet med feil og antall og type posisjoner som ekskluderes fra risikomålingen.

Folketrygdfondet skal orientere Finansdepartementet ved valg av system og ved en eventuell senere endring av system. Endring av system for måling av risiko skal begrunnes. Videre skal Finansdepartementet orienteres om de valg som Folketrygdfondet gjør (eller som er systembestemt) med hensyn til «kalibrering» av systemet; herunder lengden på historiske tidsserier som ligger til grunn for estimering av volatilitet og korrelasjoner, avkastningsfrekvensen på disse seriene, bruk av nedvektingsfaktorer og risikoprediksjonshorisont.

I spesielle tilfeller kan Folketrygdfondet inngå finansielle kontrakter/derivater som risikomålingssystemet ikke håndterer på en tilfredsstillende måte. Omfanget av slike kontrakter skal være begrenset, og det skal føres en egen oversikt over instrumentene. Denne oversikten skal dekke fullmakter til å handle instrumentet, antall inngåtte kontrakter, tillatte motparter, anslått markedsverdi, beskrivelse av metode for beregning av markedsverdi, anslått risiko, beskrivelse av metode for estimering av risiko, fastsatte risikorammer og akkumulert tap/gevinst. Finansdepartementet skal orienteres om inngåelser av slike kontrakter/instrumenter i oppfølgingsmøter mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet.

I tilfeller der systemet ikke modellerer risikoen knyttet til det finansielle instrumentet, skal anslag på risiko knyttet til instrumentet aggregeres med risikoen knyttet til den modellerte delen av porteføljen. Aggregeringen skal være basert på konservative anslag og metoder slik at det er større sannsynlighet for at den forventede absolutte og relative volatiliteten blir overvurdert enn undervurdert. Metode for aggregering og underliggende forutsetninger skal dokumenteres.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av foretakets styring av markedsrisiko. Disse skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

3.2 Måling og styring av kredittrisiko

Det skal fastsettes prinsipper for måling og styring av kredittrisikoen knyttet til obligasjonsporteføljen i Statens pensjonsfond – Norge. Disse prinsippene skal være konsistente med lov, forskrift, utfyllende retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Kredittrisiko er knyttet til sannsynligheten for at en utsteder skal gå konkurs eller av annen grunn ikke betaler renter og avdrag ved forfall. De minst avanserte systemene for måling av markedsrisiko fanger ikke opp kredittrisiko, mens de mer avanserte systemene måler risikoen knyttet til variasjoner i differansen mellom renten på foretaks- og statsobligasjoner (kredittspreaden).

Med kredittrisiko skal i denne sammenheng forstås den delen av kredittrisikoen knyttet til obligasjonsporteføljen, som ikke fanges opp av systemet for måling av markedsrisiko.

Kredittrisiko skal enten måles i et porteføljekredittrisiko-system eller et system for beregning av konkurssannsynligheter. Rammer og fullmakter skal fastsettes i relasjon til kredittrisikomålingssystemet.

3.3 Måling og styring av motpartsrisiko

Det skal fastsettes prinsipper for måling og styring av motpartsrisikoen i Statens pensjonsfond – Norge. Disse prinsippene skal være konsistent med lov, forskrift, utfyllende retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Folketrygdfondet skal ha betryggende rutiner og systemer for utvelgelse og evaluering av motparter. Oppfølgingssystem og målefrekvens for kontroll av motpartseksposering og motpartsrisiko, herunder krav til minimum kredittvurdering og eksponeringsrammer, skal følge beste praksis på området.

Motparter for usikrede innskudd, ikke-børsnoterte derivathandler og andre typer kontrakter som påfører Folketrygdfondet motpartsrisiko, skal ha en langsiktig kredittvurdering på minimum A-/A3/A- fra minst ett av de tre byråene Fitch, Moody's eller Standard & Poor's. Folketrygdfondet kan plassere usikrede innskudd og inngå ikke-børsnoterte derivathandler mv. med norske motparter som ikke er kredittvurdert av noen av de tre byråene. I slike tilfeller skal Folketrygdfondet gjennomføre en kredittvurdering av den aktuelle motparten før innskudd gjøres eller derivathandler inngås. Vurderingen skal dokumenteres og gjentas regelmessig og minst en

gang per år og ellers når det inntreffer hendelser i markedet generelt og i forhold til motparten spesielt, som er relevant for vurderinger av motpartens evne til å innfri sine forpliktelser. Det skal ikke plasseres usikrede innskudd, inngås ikke-børsnoterte derivathandler eller andre typer kontrakter med en motpart med mindre resultatet av Folketrygdfondets kredittvurdering tilsier at kredittrisikoen tilknyttet motparten ikke er større enn det som følger av kredittvurderingbyråenes krav til foretak som tildeles minst A-/A3/A-rating. I særlige tilfeller kan Folketrygdfondet gjøre unntak fra disse minimumskravene for en sentral eksisterende motpart. Finansdepartementet orienteres i ettertid dersom slike unntak er gitt.

Folketrygdfondet må fastsette utfyllende krav til kredittvurdering, sikkerhetsstillelse, eksponeringsrammer, håndtering av sikkerheter og nettinngarrangementer som er hensiktsmessige i den operative forvaltningen, og måle samlet eksponering overfor motparter i henhold til internasjonalt anerkjente metoder som tilfredsstillende nødvendige krav til etterprøvnbarhet og nøyaktighet.

Utenlandske banker kan benyttes som motpart i valutahandel, derivathandel og ved bankinnskudd, såfremt motparten er juridisk hjemmehørende i USA, Storbritannia, Danmark, Finland, Frankrike, Italia, Nederland, Spania, Sverige og Tyskland.

Det skal foreligge dokumentasjon av systemet for beregning av motpartseksponering og –risiko (herunder flow chart som viser dataflyten), og det skal utarbeides arbeidsrutiner for drifting av systemet. Det skal dokumenteres at alle relevante instrumenter og posisjoner inkluderes i beregningene av motpartseksponering og –risiko.

Det forutsettes at Folketrygdfondet orienterer Finansdepartementet om oppbygningen av gjeldende system og ved en eventuell senere endring av systemet. Endring av system for måling av motpartsrisiko og –eksponering skal begrunnes.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av foretakets styring av motpartsrisiko. Disse skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

3.4 Måling og styring av valutakursrisiko

Det skal fastsettes prinsipper for måling og styring av valutakursrisikoen i Statens pensjonsfond – Norge. Disse prinsippene skal være konsistent med lov, forskrift, utfyllende retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Folketrygdfondet skal ikke ta eksplisitte valutaposisjoner som del av den aktive forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge verken relativt til de to nordiske delreferanseporteføljene eller mot norske kroner.

Som følge av den aktive forvaltningen, vil valutaforordelingen i faktisk portefølje kunne avvike fra valutaforordelingene i referanseporteføljen. I slike tilfeller skal Folketrygdfondet gjennom en praktisk tilnærming søke å utligne valutakurseksponeringen.

Over tid skal fondet ikke være konsistent over eller undervektet i forhold til valutavektene i referanseporteføljen.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av foretakets styring av valutakursrisiko. Disse skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

3.5 Måling og styring av operasjonell risiko

Det skal fastsettes prinsipper for måling og styring av den operasjonelle risikoen i Folketrygdfondet.

Rammeverket for operasjonell risikostyring skal etableres i samsvar med lover og forskrifter, vedtekter og retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Folketrygdfondet skal definere og avgrense innholdet i begrepet operasjonell risiko. Definisjonen skal minst omfatte følgende operasjonelle hendelser: 1) intern svindel, som feilrapportering av posisjoner, tyveri og innsiddehandel, 2) ekstern svindel, som ran, forfalskning og computer-hacking, 3) misbruk av konfidensiell informasjon, ikke-autoriserte handler og kjøp/salg av ikke-godkjente instrumenter, 4) skade på fysiske eiendeler som følge av terrorisme, vandalisme, brann etc., 5) diskontinuitet i løpende virksomhet og systemfeil, som følge av for eksempel feil i hardware/software, telekommunikasjoner og strømbrudd og 6) inntasting av feil data, utilstrekkelig kvalitetssikring av data, mangelfull håndtering av sikkerheter, ufullstendig juridisk dokumentasjon, uenighet med leverandører etc.

Operasjonelle risikofaktorer skal identifiseres, vurderes etter sannsynlighet og konsekvens, overvåkes og kontrolleres/håndteres. Beslutninger om ikke å stenge eventuelle gap mellom Folketrygdfondets praksis og beste praksis på området skal dokumenteres og begrunnes.

Den operasjonelle risikoen skal være identifisert, dokumentert og skal kunne måles og kontrolleres før ny virksomhet (som for eksempel

plassering i nye instrumenter, aktivaklasser, motparter, eksterne tjenesteytere, IT-systemer mv.) igangsettes.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av foretakets styring av operasjonell risiko. Disse skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

3.6 Verdivurdering og avkastningsmåling

Det skal fastsettes prinsipper for prising og avkastningsmåling av ulike finansielle instrumenter.

Aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrumenter skal bokføres til markedsverdi.

Verdifastsettelsen skal skje daglig og være basert på markedspriser. I de tilfeller det ikke er tilgang til børsnoterte priser, kan Folketrygdfondet hente inn prisanslag fra market-makere og meglere og nytte et gjennomsnitt av disse prisene i verdsettingen av porteføljen. Når verken børspriiser eller megleranslag er tilgjengelig kan verdivurderingen baseres på anerkjente prismodeller.

I de tilfeller markedspriser ikke kan observeres skal metoden for å fastsette markedsverdien av finansielle instrumenter være basert på beste praksis, etterprøvd og gi uttrykk for den virkelige verdien (fair value) av fondets eiendeler på måletidspunktet.

Folketrygdfondet skal etablere skriftlige rutiner for verdifastsetting av finansielle instrumenter. Disse rutinene skal inneholde et prisingshierarki for de ulike typene instrumenter. Metodikken som ulike prisingsmodeller baseres på, skal dokumenteres skriftlig og sentrale forutsetninger skal fremheves. Det skal være konsistens i metodebruk og variabelforutsetninger.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av foretakets prosedyrer for fastsetting av porteføljens markedsverdi og avkastning. Disse skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

3.7 Foretakets internkontroll

Det skal fastsettes prinsipper for selskapets internkontroll, som blant annet dekker rollefordelingen mellom styret og administrasjonen og øvrige kontrollerende funksjoner.

Internkontrollen skal etableres i samsvar med lover og forskrifter, vedtekter og retningslinjer og beste internasjonale praksis.

Styret og ledelsen skal kontrollere at internkontrollen gjennomføres, overvåkes og dokumenteres. Det skal foreligge en oppdatert dokumenta-

sjon over hvilke kontrolltiltak som er etablert med henvisning til instruksjer, fullmakter og arbeids-/rutinebeskrivelser.

Før investeringer i nye markeder, instrumenter og valutaer godkjennes internt i Folketrygdfondet, skal det gjennomføres en grundig prosess som i hvert enkelt tilfelle beskriver hvordan fondet vil håndtere problemstillinger knyttet til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko for investeringer i det enkelte marked, instrument og valuta. Prosedyren skal omfatte en vurdering opp mot de krav som følger av punktene 3.1 til 3.6 i utfyllende retningslinjer. Slike vurderinger skal dokumenteres.

Det skal minst en gang per år utarbeides skriftlige evalueringer av internkontrollsystemet. Slike evalueringer skal være gjenstand for drøfting mellom styret og ledelsen.

4. Rapportering – forskriften § 9

Årsrapportene som Folketrygdfondet utarbeider etter forskriftens § 9, skal bl.a. inneholde:

- Folketrygdfondets strategiplan og investeringsstrategi for fondet.
- En beskrivelse av hovedelementene i selskapets interne kontroll og risikostyring.
- En opplisting av alle vesentlige eksterne tjenesteleverandører, inkl. fullstendig opplisting av eksterne forvaltere.
- En redegjørelse for de standarder Folketrygdfondet benytter i verdivurdering (regnskapet), avkastningsmåling, samt styring, måling og kontroll av identifiserte risikofaktorer (markedsrisiko, motpartsrisiko og operasjonell risiko).
- Rapportering av fondets absolutte og relative avkastning målt i norske kroner, månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser og de fire delporteføljene.
- Rapportering av kostnader knyttet til Finansdepartementets beslutninger om endringer i fondets referanseportefølje.
- Rapportering av fondets absolutte og relative markedsrisiko (volatilitet), månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser og på de fire delporteføljene.
- Sammensetning av renteporteføljen etter hovedgrupper av kredittvurderingskarakter. Tilsvarende for rentereferanseporteføljen.
- En oversikt over nye instrumenter som porteføljen har vært investert i.
- Oversikt over fondets plasseringer i forhold til forskriftens kvantitative bestemmelser.

- En liste over selskaper som er trukket ut av investeringsuniverset.
- Regnskapsrapportering iht. Folketrygdfondets regnskapsprinsipper.
- Fullstendig opplisting av aksjer og obligasjoner pr. 31.12.
- Oversikt over fordeling av driftskostnader i Folketrygdfondet.

Halvårsrapportene som Folketrygdfondet utarbeider skal bl.a. inneholde:

- Rapportering av fondets absolutte og relative avkastning målt i norske kroner – samlet, for aktivaklasser og for de fire delporteføljene. Beskrivelse av viktige bidrag til relativ avkastning.
- Rapportering av fondets absolutte og relative markedsrisiko (volatilitet), månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser og de fire delporteføljene. Beskrivelse av viktige bidrag til relativ risiko.
- Sammensetning av renteporteføljen etter hovedgrupper av kredittvurderingskarakter.
- Oversikt over fondets plasseringer i forhold til forskriftens kvantitative bestemmelser.
- En liste over selskaper som er trukket ut av investeringsuniverset.
- Regnskapsrapportering iht. Folketrygdfondets regnskapsprinsipper.

5. Eierskapsutøvelse og etikk – forskriften § 8

5.1 Etisk grunnlag

De etiske retningslinjene for forvaltningen av Statens pensjonsfond bygger på to grunnlag:

- Statens pensjonsfond eies av det norske folk og kommende generasjoner av nordmenn. Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling.
- Statens pensjonsfond skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlatelser som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljødeleggelse.

5.2 Virkemidler for å integrere etiske hensyn

Det etiske grunnlaget for fondet skal fremmes gjennom følgende virkemidler:

- Eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper.
- Filtrering og uttrekk av selskaper etter Finansdepartementets beslutning i tråd med pkt. 5.4.1.

5.3 Eierskapsutøvelse

5.3.1

Det overordnede målet for Folketrygdfondets utøvelse av eierrettigheter for Statens pensjonsfond – Norge er å sikre fondets finansielle interesser. Utøvelsen av eierrettighetene skal bygge på at fondet har en lang tidshorisont for sine investeringer. Eierskapsutøvelsen skal i hovedsak baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsstyring og flernasjonale selskaper, samt Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. Det skal framgå av Folketrygdfondets interne retningslinjer for utøvelse av eierrettighetene hvordan disse prinsippene integreres i eierskapsutøvelsen.

5.3.2

Folketrygdfondet skal årlig rapportere om sin utøvelse av eierrettigheter i samsvar med departementets retningslinjer for eierskapsutøvelse og etikk.

5.4 Filtrering og uttrekk

5.4.1

Dersom Finansdepartementet i henhold til de Etiske retningslinjer for Statens Pensjonsfond – Utland, punkt 4.1, treffer beslutning om negativ filtrering eller uttrekk av et selskap som Statens Pensjonsfond – Utland er investert i, får beslutningen tilsvarende virkning for investeringsmulighetene til Statens Pensjonsfond – Norge.

6. Overgangsbestemmelser til retningslinjene gitt i punkt 1-5

Dette punktet er unntatt offentlighet.

Forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet

Følgende forvaltningsavtale for Statens pensjonsfond – Utland er inngått mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet 19. desember 2007.

1. Bakgrunn

Folketrygdfondet skal forestå den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge («pensjonsfondet»), jf. lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet. Pensjonsfondet er et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet som Folketrygdfondet skal videreplassere i eget navn i en særskilt portefølje av finansielle instrumenter og kontantinnskudd i samsvar med lov, forskrift og utfyllende retningslinjer.

Denne avtalen regulerer, sammen med lov om Statens pensjonsfond av 20. desember 2005, lov om Folketrygdfondet av 29. juni 2007, forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge med utfyllende retningslinjer og vedtekter, forholdet mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet i forbindelse med forvaltningen av pensjonsfondet.

2. Pensjonsfondet

2.1 Innskuddet

Pensjonsfondet anbringes som et fremmedkapitalinnskudd i Folketrygdfondet.

Verdien av pensjonsfondet settes til en hver tid lik verdien av Folketrygdfondets særskilte portefølje av finansielle instrumenter og kontantinnskudd.

2.2 Avkastning

Avkastningen av pensjonsfondet er lik avkastningen av Folketrygdfondets særskilte plasseringer. Avkastningen av plasseringene legges løpende til pensjonsfondet. Godtgjørelse til Folketrygdfondet kan trekkes fra pensjonsfondets avkastning i tråd med avtalens punkt 4.1.

3. Folketrygdfondets plikter

3.1 Forvaltning av pensjonsfondet

Folketrygdfondet plikter å forvalte pensjonsfondet i henhold til denne avtale og innenfor de rammer som er fastsatt i eller i medhold av lov, for-

skrift, vedtekter og utfyllende retningslinjer for forvaltningen av pensjonsfondet.

3.2 Informasjonsplikt

Folketrygdfondet plikter å gi Finansdepartementet de opplysninger Finansdepartementet ber om, herunder opplysninger i datalesbar form til Finansdepartementet og til eksterne tjenesteytere som bistår Finansdepartementet. Folketrygdfondet skal gi Finansdepartementet informasjon som spesifisert i Vedlegg 1 til denne avtalen.

Folketrygdfondet skal straks varsle Finansdepartementet dersom særskilte forhold gjør at det har funnet sted eller ventes å finne sted vesentlige endringer i verdien av pensjonsfondet.

Folketrygdfondet skal gjennom års- og halvårsrapporter gi informasjon til offentligheten om utføringen av forvalteroppdraget. Nærmere om krav til denne rapporteringen er gitt i utfyllende retningslinjer.

3.3 Bruk av eksterne forvaltere mv.

Folketrygdfondet kan bare benytte eksterne forvaltere og andre eksterne tjenesteytere i forvaltningen av pensjonsfondet (utkontraktering) i samsvar med bestemmelsene i denne avtale.

Ved utkontraktering beholder Folketrygdfondet det fulle ansvar overfor Finansdepartementet for oppfyllelse av Folketrygdfondets forpliktelser etter denne avtale.

Ved utkontraktering plikter Folketrygdfondet bl.a. å:

- sikre at internkontroll og evne til å påse etterlevelsen av forpliktelsene etter denne avtale ikke forringes eller vanskeliggjøres,
- sikre at oppdragstaker har den nødvendige kompetanse, kapasitet og de tillatelser som kreves for å kunne utføre de aktuelle oppgavene,
- sikre at oppdragstaker fører tilsyn med de utkontrakterte funksjonene og håndterer den risiko som følger med oppdraget,
- til enhver tid ha kompetanse, ressurser og egnede rutiner for å kunne gjennomføre løpende kontroll med oppdragstaker for å påse at utkontrakterte oppdrag blir tilfredsstillende utført, og for å kunne håndtere risiko forbundet med den utkontrakterte virksomheten,
- treffe tilstrekkelige tiltak dersom oppdragstaker ikke utfører oppdraget i samsvar med regler gitt i lov og forskrift eller dersom utførelsen ellers ikke er tilfredsstillende,

- sørge for at oppdragstaker underretter Folketrygdfondet om endringer eller hendelser som merkbart kan påvirke oppdragstakers mulighet til å utføre sine oppgaver,
- sikre at avtalen om utkontraktering kan sies opp av Folketrygdfondet uten at det påvirker kontinuiteten og kvaliteten på Folketrygdfondets tjenester,
- sikre at Folketrygdfondet og oppdragstaker har en beredskapsplan for fortsatt virksomhet ved eventuelle uforutsette hendelser og gjennomfører regelmessig testing av oppdragstakers rutiner for sikkerhetskopiering, dersom dette er relevant for den utkontrakterte virksomheten.
- sikre at Folketrygdfondet og revisor har faktisk tilgang på opplysninger knyttet til den utkontrakterte virksomheten og til oppdragstakers lokaler,
- sikre at oppdragstaker behandler konfidensiell informasjon vedrørende Folketrygdfondet på tilfredsstillende måte.

Finansdepartementet skal orienteres om prosessen og kriteriene som legges til grunn første gang en velger eksterne forvaltere og andre eksterne tjenesteytere av vesentlig betydning for forvaltningen av pensjonsfondet, herunder valg av leverandører knyttet til implementering av nye styringssystemer, og ved senere vesentlige endringer av slike prosedyrer for valg av eksterne forvaltere og andre eksterne tjenesteytere. Finansdepartementet skal for øvrig orienteres om andre endringer i prosedyrer for valg av eksterne forvaltere og andre eksterne tjenesteytere. Finansdepartementet skal orienteres om modellen for godtgjøring i forvaltningsavtaler som Folketrygdfondet inngår med eksterne forvaltere i forbindelse med forvaltningen av pensjonsfondet. Når det gjelder avtaler Folketrygdfondet allerede har inngått med eksterne tjenesteytere som for eksempel depotbanker, vil disse kunne videreføres etter omformingen av Folketrygdfondet til særlovsselskap fra 1. januar 2008.

Konsultasjon mv.

Etter anmodning fra Finansdepartementet skal Folketrygdfondet gi Finansdepartementet råd om endringer i rammeverket for forvaltningen. Folketrygdfondet kan også på eget initiativ komme med innspill til Finansdepartementet knyttet til rammeverket for forvaltningen.

3.5 Uttrekk og filtrering av enkelte finansielle instrumenter

Dersom Finansdepartementet treffer vedtak om utelukkelse av selskaper i medhold av §§ 4 og 8 i forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, skal Folketrygdfondet normalt gis en frist på åtte uker til å gjennomføre eventuelle nedsalg.

Folketrygdfondet skal gi melding til Finansdepartementet når et nedsalg er gjennomført.

4. Finansdepartementets plikter

4.1 Godtgjøring

Finansdepartementet skal godtgjøre Folketrygdfondet for forvaltningen av pensjonsfondet. Godtgjøringen skal skje i samsvar med Vedlegg 2 til denne avtale. Beregningsmåten for godtgjøringen kan innen 1. desember hvert år kreves reforhandlet av begge parter for det påfølgende kalenderår.

Godtgjøringen trekkes fra pensjonsfondets brutto avkastning i samsvar med Vedlegg 2.

4.2 Skatteposisjon

Finansdepartementet skal bidra til å frembringe den dokumentasjon som er nødvendig for å avklare skatteposisjonen for de plasseringer av pensjonsfondets midler som er foretatt i utlandet.

4.3 Forskrifter, retningslinjer mv.

Folketrygdfondet skal ha anledning til å uttale seg før det foretas endringer i forskrifter, vedtak eller retningslinjer om forvaltningen, og skal ha varsel i rimelig tid for å kunne foreta eventuelle endringer i porteføljen.

5. Endringer og begrensninger i forvalteroppdraget i særlige tilfeller

Så langt det finnes nødvendig og hensiktsmessig for å forebygge eller begrense tap eller risiko for tap, enten dette skyldes Folketrygdfondets mislighold eller andre forhold, kan Finansdepartementet fastsette følgende endringer og/eller begrensninger i det mandatet Folketrygdfondet er gitt i henhold til denne avtalen:

- restriksjoner knyttet til beholdninger og/eller erverv av enkelte typer finansielle instrumenter, eller instrumenter innen bestemte sektorer eller fra bestemte land eller markedsplasser;

- utvidete rapporteringsplikter og/eller rapporteringsformater på midlertidig eller varig basis; eller
- andre slike tiltak som avhjelper de tap eller den tapsrisiko som er konstatert.

Endringer som fastsatt i medhold av dette punkt skal gis virkning fra det tidspunkt Finansdepartementet fastsetter.

6. Erstatningsansvar

Folketrygdfondet er erstatningspliktig for tap påført staten som følge av uaktsomme eller forsettlig overtredelser av bestemmelser i denne avtalen. Likestilt er samme type forhold begått av Folketrygdfondets ansatte samt hos eksterne forvaltere og tjenesteytere som Folketrygdfondet benytter seg av, jf. pkt. 3.3, uavhengig av om slike forhold utgjør mislighold av kontraktsforpliktelse som den som begår forholdet er underlagt.

7. Ikrafttredelse mv.

7.1 Ikrafttredelse

Denne avtale trer i kraft fra det tidspunkt lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet trer i kraft.

7.2 Endringer

Avtalen skal endres når endringer i lov eller forskrift tilsier det. For øvrig kan denne avtale med vedlegg ikke endres uten etter skriftlig samtykke fra begge parter.

Finansdepartementet gir nærmere regler og instruksjoner ved avvikling av forvaltningsoppdraget, herunder om sluttvederlag og annen godtgjø-

ring til Folketrygdfondet i forbindelse med avviklingen. Punkt 3.4 gjelder tilsvarende.

8. Meddelelser

Alle meddelelser som berører denne avtale, skal være skriftlige og undertegnet. Slike meddelelser skal sendes til Folketrygdfondet v/administrerende direktør og til Avdeling for formuesforvaltning i Finansdepartementet.

Denne avtale er utferdiget i 2-to eksemplarer, hvorav partene beholder hvert sitt eksemplar.

Oslo, den 19. desember 2007

For Finansdepartementet For Folketrygdfondet
Tore Eriksen, finansråd Olaug Svarva, adm.dir.

Vedlegg 1 Rapportering til Finansdepartementet

Dette punktet er unntatt offentlighet

Vedlegg 2

Godtgjøring for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge.

Godtgjøringen skal dekke de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av fondet. For 2008 dekkes driftsutgifter (ekskl. avskrivninger) ved forvaltningen av fondet med inntil 91,9 mill. kroner. I tillegg dekkes investeringer innenfor en ramme på i alt 6,25 mill. kroner.

Forvaltningshonoraret for 2008 kan innen 31. august 2008 kreves reforhandlet av begge parter, så fremt det ligger an til et mer- eller mindreforbruk av betydning i forhold til de forutsetninger som er lagt til grunn for fastsettingen av forvaltningshonoraret for 2008 i tråd med ovenstående avsnitt.

Vedlegg 9

Ord og uttrykk brukt i meldingen

Aktiv forvaltning

Såkalt *aktiv forvaltning* gjør forvalteren gjennom å velge en sammensetning av den faktiske porteføljen som avviker fra referanseporteføljen. Siktemålet med slike avvik er å oppnå en meravkastning i forhold til referanseporteføljen. Denne meravkastningen kalles i finanslitteraturen *alfa-avkastning*.

Durasjon

Innenfor renteforvaltning er *durasjon* et mye brukt risikomål. Utsteder av obligasjoner betaler en løpende rente og ved forfall innfris lånet. Dersom obligasjonen forfaller om ti år, mottar investor normalt renter halvårlig eller årlig, mens pålydende betales tilbake om ti år. Durasjon er et annet mål på løpetid enn tid til forfall der det tas hensyn til at det betales renter på lånet i hele perioden. Noe forenklet kan en si at durasjonen til en obligasjon gir uttrykk for hvor mange år det tar før halvparten av lånet er tilbakebetalt. Modifisert durasjon er et følsomhetsmål, som brukes til å beregne hvor mye prisen på en obligasjon endrer seg dersom renten endres marginalt. Dette begrepet gir tilnærmet uttrykk for hvor mange pst. markedsverdien til en obligasjon endres ved en endring i markedsrentene på ett prosentpoeng. Dersom renten endres mye, er ikke durasjon et godt mål på renterisikoen knyttet til en obligasjon eller en renteportefølje.

Indeksforvaltning

I *indeksforvaltning* siktes det mot at avkastningen av den faktiske porteføljen ligger nært opp til avkastningen av referanseporteføljen. Dersom indeksene som utgjør referanseporteføljen omfatter mesteparten av de markedsomsatte verdipapirene, vil man ved indeksforvaltning oppnå om lag samme avkastning (før kostnader) som markedet samlet. Avkastning som er oppnådd gjennom en bred eksponering mot verdipapirmarkedene kalles i finanslitteraturen gjerne *beta-avkastning*.

Korrelasjonskoeffisienten

Avkastningen til referanseporteføljen framkommer som en vektet sum av henholdsvis avkastningen på referanseporteføljen for aksjer og referanseporteføljen for rentepapirer. Risikoen til referanseporteføljen er imidlertid normalt lavere enn en vektet sum av risikoen i aksjereferansen og risikoen i rentereferansen. Årsaken til det er at avkastningen i aksje- og rentemarkedene ikke beveger seg i takt. Et mål på graden av (lineær) samvariasjon mellom avkastningsrater er *korrelasjonskoeffisienten*. Dette er et statistisk mål som kan variere fra -1 til +1, der -1 beskriver perfekt negativ korrelasjon og +1 beskriver perfekt positiv korrelasjon. Kun i tilfellet med perfekt positiv korrelasjon vil risikoen til fondets samlede referanseportefølje være lik den vektete summen av risikoen i aksje- og rentereferansene. I alle andre tilfeller vil risikoen være mindre. Den reduksjonen i risiko som framkommer ved å spre investeringene på ulike aktiva på denne måten betegnes som en *diversifiseringsgevinst*.

Kredittrisiko

Kredittrisiko, som er risikoen for å lide tap som følge av at en utsteder av et verdipapir eller en motpart i en verdipapirhandel ikke oppfyller sine forpliktelser.

Det er en flytende overgang mellom kredittrisiko og markedsrisiko (se nedenfor). Med kredittrisiko forstås normalt risikoen for at en obligasjonsutsteder eller motpart i en verdipapirtransaksjon skal gå konkurs. Dersom en obligasjonsutsteder får svekket kredittverdighet, vil det imidlertid vanligvis føre til at obligasjonsprisen reduseres slik at forventet avkastning (renten) på obligasjonen øker. Forskjellen mellom den renten som et foretak må betale og den renten som en stat betaler ved å utstede obligasjoner, betegnes ofte som «kreditt-spread». Variasjoner i denne gjenspeiler variasjoner i markedets vurdering av foretakets kredittverdighet. Den risikoen som er knyttet til muligheten for endringer i «kreditt-

spreaden», inngår normalt i markedsrisikobegrepet.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risikoen for at verdien på en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av bevegelser i aksje- og valutakurser og rentenivået. Det er vanlig å legge til grunn at en må akseptere høyere markedsrisiko for å oppnå høyere forventet avkastning.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko, som er risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil, eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Det knyttes ingen forventet avkastning til operasjonell risiko. I styringen av operasjonell risiko må en imidlertid balansere hensynet til å holde sannsynligheten for slike tap lave mot kostnadene som påløper som følge av økt kontroll, overvåking mv.

Referanseportefølje

For å evaluere den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond må den faktiske avkastningen på en portefølje sammenliknes med hva en alternativt kunne oppnådd av resultater med en forholdsvis lik plassering av midlene. Det er vanlig å uttrykke en alternativ plassering i form av en *referanseportefølje*. Sammensetningen av en slik referanseportefølje kan sies å gjenspeile eiers overordnede valg av investeringsstrategi.

Relativ volatilitet

Referanseporteføljen fungerer som et risikostyringsverktøy i den operative forvaltningen ved at det defineres en ramme for hva som aksepteres av avvik mellom de faktiske investeringene og referanseporteføljen. Forskjellen mellom faktisk portefølje og referanseporteføljen kan defineres som

en differanseportefølje. Standardavviket til avkastningen av denne differanseporteføljen omtales som *relativ volatilitet*, og angir et mål på markedsrisikoen i den operative forvaltningen. For Statens pensjonsfond – Utland har departementet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet tilsvarende 1,5 pst. Over tid, og noe forenklet, betyr det at forskjellen mellom avkastningen i fondet og referanseporteføljen i to av tre år ikke vil være mer enn 1,5 pst. I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge har styret i Folketrygdfondet for 2007 satt øvre grense for forventet relativ volatilitet til 3,5 pst.

Risiko

Standardavviket er et mål på svingningene i avkastningen i en periode, og er et ofte benyttet mål på risiko. Jo høyere standardavvik, desto større volatilitet (svingninger) eller risiko i forhold til gjennomsnittsavkastningen. Ved å kople standardavviket til en sannsynlighetsfordeling, kan en si noe om hvor sannsynlig det er at porteføljen vil falle i verdi med x prosent eller stige i verdi med y prosent i løpet av en gitt periode.

Gjennom handlingsregelen for budsjettpolitikken fases statens petroleumsinntekter inn i økonomien om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning. Dette bidrar til at det kan legges til grunn en lang horisont for investeringene til fondet, og årlige variasjoner i avkastningen spiller derfor mindre rolle. Det er mer relevant å vurdere risikoen over tid og sannsynligheten for negativ samlet avkastning over noen år, enn mulige tap fra ett år til et annet.

Sannsynligheten for negativ porteføljeavkastning avtar med tidshorisonten, ettersom en forventer positiv avkastning over tid i finansmarkedet. På den annen side øker det potensielle verdifallet av porteføljen med tidshorisonten, ettersom en ikke kan utelukke at ett år med negativ avkastning følges av flere slike år. I hvor stor grad tidshorisonten øker det potensielle verditapet avhenger av om avkastningen tenderer mot å vende tilbake mot langsiktige normalnivåer eller ikke.

Offentlige etater kan bestille flere eksemplarer fra:
Departementenes servicesenter
Post- og distribusjon
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Telefaks: 22 24 27 86

Abonnement, løssalg og pris fåes ved henvendelse til:
Akademika AS
Avdeling for offentlige publikasjoner
Postboks 84 Blindern
0314 OSLO
E-post: offpubl@akademika.no
Telefon: 22 18 81 00
Telefaks: 22 18 81 01
Grønt nummer: 800 80 960

Publikasjonen finnes på internett:
www.regjeringen.no

Illustrasjonsfoto omslag: Jiri Havran

Trykk: 07 Gruppen AS – 04/2008 – opplag 2500

