



# Innst. S. nr. 277

(2008–2009)

## Innstilling til Stortinget fra finanskomiteen

St.meld. nr. 20 (2008–2009)

### Innstilling fra finanskomiteen om forvaltning av Statens pensjonsfond i 2008

Til Stortinget

#### 1. FORMÅLET MED STATENS PENSJONS- FOND. MELDINGENS INNHOLD

##### 1.1 Sammendrag

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Formålet med Statens pensjonsfond er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter, og å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter.

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

Regjeringens mål er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond, noe som krever at en sikter mot beste praksis internasjonalt i alle deler av forvaltningen. Målet for forvaltningen av Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig finansiell avkastning innenfor moderat risiko. På denne måten kan også framtidige generasjoner få mest mulig nytte av vår oppsparte kapital.

I kraft av våre langsiktige investeringer i svært mange av verdens selskaper har vi både et ansvar for og en egeninteresse i å bidra til god selskapsstyring

og ivaretagelse av miljø og sosiale hensyn. Regjeringen vil derfor vektlegge rollen som ansvarlig investor i forvaltningen av fondet.

I St.meld. nr. 24 (2006–2007) varslet Regjeringen at den ville foreta en evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland. Målet for evalueringen er å sikre at de etiske retningslinjene virker etter intensjonen, samtidig som en bevarer bred oppslutning om retningslinjene og fanger opp innspill som kan bidra til å styrke fondets etiske profil. Denne prosessen ble igangsatt i januar 2008, og resultatene av evalueringen presenteres nærmere i kapittel 4 i stortingsmeldingen.

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

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

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

## 1.2 Komiteens merknader

Komiteen, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Alf E. Jakobsen, Rolf Terje Klungland, Torgeir Micaelsen, lederen Reidar Sandal, Eirin Kristin Sund og Marianne Aasen, fra Fremskrittspartiet, Gjermund Hagesæter, Ulf Leirstein, Peter N. Myhre og Jørund Rytman, fra Høyre, Svein Flåtten, Linda C. Hofstad Helleland og Jan Tore Sanner, fra Sosialistisk Venstreparti, Magnar Lund Berge og Heikki Holmås, fra Kristelig Folkeparti, Hans Olav Syversen, fra Senterpartiet, Per Olaf Lundteigen, og fra Venstre, Lars Sponheim, tar omtalen til orientering.

Komiteen mener at det er svært viktig med åpenhet omkring forvaltningen av Statens pensjonsfond, og støtter det pågående arbeidet med dette både i Regjeringen, i Norges Bank og i Folketrygdfondet. Komiteen understreker også behovet for en løpende fyllestgjørende informasjon om forvaltningen og forankring av viktige strategiske beslutninger og styringsstruktur for fondet. Årlige forvaltningsmeldinger som behandles av Stortinget er, etter komiteens mening, et velegnet virkemiddel for en slik forankring.

Komiteen viser til at Regjeringen i St.meld. nr. 20 (2008–2009) presenterer og analyserer avkastningen på investeringene i Statens pensjonsfond i 2008, et år hvor finanskrisen har medført en sterk negativ avkastning på fondets plasseringer både i innland og utland. Regjeringen fremmer videre forslag om justeringer i de etiske retningslinjene på bakgrunn av en gjennomført evalueringsrunde, og foreslår endringer i rammeverket for oppfølging og kontroll av forvaltningen.

Komiteen viser til merknader fra de respektive fraksjoner om de ulike tema under de enkelte kapitler i innstillingen.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet er bekymret for at Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland etter hvert er blitt så omfattende at den kan gå på bekost-

ning av Norges Banks tradisjonelle oppgaver. Ettersom en stadig større andel av bankens tilsatte har oppdrag knyttet til pensjonsfondets forvaltning, vil det være en risiko for at banken har mindre fokus på finansiell stabilitet og analyser. Dagens ordning kan videre medføre uheldig samrøre mellom Finansdepartementet og forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland (SPU).

Det var gode grunner til at Norges Bank fikk oppgaven med å forvalte Oljefondet da det ble opprettet i 1996, ettersom sentralbanken hadde en viss erfaring med obligasjoner, samt greide å holde en armlengdes avstand til politisk detaljstyring. I dag setter stadig flere spørsmålsteget ved om Norges Bank har hatt tilstrekkelig kapasitet til å følge opp investeringene, og noen mener fondet har vokst seg for stort for banken.

Disse medlemmer viser til at Norges Banks forvaltningsselskap, Norges Bank Investment Management (NBIM), i dag har 217 fast ansatte, hvor anslagsvis 55 personer er ansatt ved NBIMs utenlandskontorer i New York, London og Shanghai. 96 personer er knyttet til investeringsvirksomheten, mens de øvrige 121 ansatte er knyttet til operative avdelinger. Videre anslår Norges Bank at 400 eksterne årsverk er tilknyttet forvaltningsvirksomheten. Dette utgjør etter hvert en betydelig virksomhet, som ligger langt unna en sentralbanks kjernevirksomhet. Dette taler for at denne virksomheten muligens burde tas ut av Norges Bank. Samtidig er det ikke mulig å endre denne strukturen over natten, og alternative forvaltningsmodeller og strukturer må utredes og deretter komme på plass før man kan gjøre endringer, dersom man finner dette nødvendig. Disse medlemmer ønsker derfor å evaluere dagens forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland for å avdekke om det finnes bedre måter å gjøre dette arbeidet på.

Disse medlemmer viser til at forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland settes bort til utenlandske forvaltningsselskap. Disse medlemmer mener dette ikke nødvendigvis er den beste måten å forvalte fellesskapets verdier på. Disse medlemmer minner om at Fremskrittspartiet over lengre tid har argumentert for at en større andel av Statens pensjonsfond – Utland bør forvaltes fra Norge. Dette skyldes at kapital i dag er et av Norges komparative fortrinn, og at vi bør kunne utnytte vår nye ressurs til å bygge opp et ledende kapitalforvaltermiljø dersom Statens pensjonsfond – Utland (SPU) i fremtiden skal forvaltes på denne måten.

Disse medlemmer fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen legge frem en utredning og vurdering av hvorvidt det er mer hensiktsmessige måter å organisere forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland på, herunder vurdere om for-

valtningen av Statens pensjonsfond – Utland burde beholdes i Norges Bank, samt vurdere mulige alternativer."

"Stortinget ber Regjeringen utrede muligheten for å opprette flere separate forvaltningsfond, eventuelt med ulike mandater og ulik risikoprofil."

"Stortinget ber Regjeringen utrede alternative investeringsmuligheter for Statens Pensjonsfond – Utland, med mål om å redusere risiko."

"Stortinget ber Regjeringen utrede mulighetene for å etablere et norsk kapitalforvaltermiljø med bakgrunn i investeringene som foretas gjennom Statens pensjonsfond – Utland. Dette kan fortrinnsvis gjøres ved at utenlandske forvalterselskap pålegges å opprette eller utvide sin norske virksomhet."

Disse medlemmer har merket seg at Norges Bank praktiserer en betydelig grad av hemmelighetskremmeri rundt forvalternes lønns- og bonusbetinger. Disse medlemmer mener dette er uheldig, og mener slike forhold bør komme klart frem i Norges Banks rapporter. Disse medlemmer har også merket seg at flere av fondets forvaltere mottok store bonusutbetalinger i 2008, et år hvor fondet hadde en negativ avkastning på 633 mrd. kroner. Disse medlemmer mener at fjorårets bonusutbetalinger viser at det i for liten grad er samsvar mellom oppnådde forvaltningsresultater og bonusutbetalinger. Disse medlemmer mener det bør være størst mulig sammenfallende interesser mellom kapitaleier og forvaltere. Ideelt sett bør derfor et bonusprogram ha både en opp- og nedside. Ikke minst bør dette være tilfelle i et forvaltningsfond som SPU, der forvaltningskapitalen overføres kvartalsvis uten at forvalterne trenger å gjøre noen anstrengelser for å skaffe investeringskapitalen til veie. Ved innføring også av en nedsidebonus vil kapitaleier og forvalter få samme avkastningsprofil og dermed større grad av interessesammenfall.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen pålegge Norges Bank for fremtiden å inngå arbeidsavtaler med sine forvaltere som også inkluderer nedsidebonus. Dette skal også gjelde eksterne forvaltere som NBIM inngår avtale med."

Komiteens medlemmer fra Høyre og Venstre viser til at Statens pensjonsfond – Utland i løpet av få år har vokst til å bli et av verdens største fond, og at det vil vokse videre. Det er bred politisk enighet om målet om høyest mulig finansiell avkastning innenfor moderat risiko. Disse medlemmer

viser til at det foretas en jevnlig evaluering av forvaltningen til Statens pensjonsfond. Det er nødvendig. Disse medlemmer mener at det i tillegg bør foretas en vurdering av om den valgte organiseringen av Statens pensjonsfond – Utland er optimal sett i forhold til de mål som er satt for forvaltningen. Disse medlemmer vil derfor be om at det i forbindelse med neste evaluering også foretas en utredning av alternative måter å organisere fondet, herunder spørsmålet om det i fortsettelsen skal være ett eller flere fond.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen i forbindelse med neste evaluering av Statens pensjonsfond – Utland at det også foretas en utredning av alternative måter å organisere fondet, herunder spørsmålet om det i fortsettelsen skal være ett eller flere fond."

## **2. INVESTERINGSSTRATEGIEN FOR STATENS PENSJONSFOND**

### **2.1 Sammendrag**

#### **2.1.1 Om investeringsstrategien**

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

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

Målet er at Statens pensjonsfond – Utland skal forvaltes på en ansvarlig måte som tar hensyn til god selskapsstyring og miljømessige og sosiale forhold. Regjeringen legger til grunn at en ansvarlig forvaltning av fondet innrettes slik at en sikrer oppslutning i den norske befolkningen og legitimitet blant markedsaktører. Et siktemål i rollen som ansvarlig investor er å fremme bærekraftig utvikling i økonomisk,

miljømessig og sosial forstand, og anses som en forutsetning for god finansiell avkastning på lang sikt. Regjeringen ønsker at Statens pensjonsfond – Utland skal bidra til god selskapsstyring i selskaper fondet har eierandeler i, og til at selskapene respekterer grunnleggende etiske standarder. Regjeringen vil fortsatt unngå investeringer i selskaper som grovt eller systematisk bryter med grunnleggende etiske normer.

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

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

#### REFERANSEPORTEFØLJENE

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

Finansdepartementet har fastsatt en langsiktig investeringsstrategi som bygger på at andelen som skal investeres i ulike aktivaklasser og geografiske regioner, kan fastsettes etter vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. Det er lagt vekt på at bidrag til risikospredning i investeringene bedrer den risikojusterede avkastningen. Det er derfor valgt en bred representasjon av verdens aksje- og obligasjonsmarkeder i den referanseporteføljen. Finansdepartementet har fastsatt for Statens pensjonsfond – Utland. 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 i underkant av 7 700 selskaper fordelt på 46 land, mens referanseindeksen for obligasjoner inneholder vel 10 000 enkeltpapirer fordelt på om lag 1 600 utstedere i valutaene til 21 land. Til sammenlikning inneholder referanseindeksen for aksjer i Statens pensjonsfond – Norge 196 selskaper fordelt på 4 land, mens referanseindeksen for obligasjoner inneholder 270 enkeltpapirer fordelt på 62 utstedere i valutaene til 6 land.

#### OPPFATNINGER OM MARKEDENES FUNKSJONSMÅTE OG AKTIV FORVALTNING

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

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

Med finansmarkeder som i høy grad er effisiente er det vanskelig for aktive forvaltere å oppnå en høyere avkastning enn markedsavkastningen. I tråd med dette er rammeverket for forvaltningen av fondet utformet slik at utviklingen i fondets avkastning over

tid i hovedsak vil følge utviklingen i den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt.

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

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

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

- Aktiv forvaltning gir anledning til å oppnå eksponering overfor systematiske risikofaktorer det kan være vanskelig fullt ut å representere i referanseporteføljen.
- En langsiktig investor med risikokapasitet bør kunne dra nytte av at risikopremiene for ulike aktivaklasser varierer over tid.
- Fondets størrelse representerer et fortrinn fordi den gjør det mulig å ta forholdsvis store posisjoner i enkeltsituasjoner uten at risikoen i forvaltningen endres vesentlig. Som en stor investor vil banken kunne oppnå gunstige vilkår i primærmarkedet for aksjer, mens fondets som en passiv

investor først vil kjøpe aksjer når aksjene blir en del av referanseindeksen og i en situasjon der fondets størrelse kan påvirke prisene. Dette er muligheter som ikke er tilgjengelige for gjennomsnittsinvestoren.

- Banken har et vesentlig fortrinn gjennom muligheten til å gjennomføre investeringsstrategien med vesentlig lavere kostnader enn gjennomsnittsinvestoren.
- Når fondets investeringsunivers og referanseportefølje gradvis blir utvidet, øker eksponeringen mot markeder der det er mindre grunn til å tro at hypotesen om markedseffisiens holder.

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

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

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

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

Legitimiteten for de aktive forvaltningsstrategiene må bygge på en klart uttalt og troverdig strategi for å skape meravkastning som utnytter fondets særtrekk på en best mulig måte. Norges Bank skriver i sitt brev at omfanget av den aktive forvaltningen over tid vil avhenge av hvilke resultater som kan oppnås.

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

Departementet vil ved bruk av eksterne konsulenter med spesialkompetanse foreta en vurdering av erfaringer med den aktive forvaltningen i Norges Bank.

### 2.1.2 Videreutvikling av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland

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

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

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

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

Siktemålet med investeringene i Statens pensjonsfond – Utland er å oppnå høyest mulig finansiell avkastning innenfor moderat risiko. Statens pensjonsfond – Utland har flere særtrekk som gjør at det skiller seg fra en del andre fond, jf. St.meld. nr. 16 (2007–2008). Fondet er stort målt i markedsverdi, det har stor tilflyt av midler, investeringene er spredt ut

over et bredt investeringsunivers og det har en lang investeringshorisont. Det er heller ikke knyttet konkrete forpliktelser til formuesmassen, noe som gjør likviditetsbehovet på kort sikt begrenset. Det er naturlig at arbeidet med videreutvikling av investeringsstrategien framover innrettes mot å utvikle en strategi som best mulig utnytter disse særtrekkene ved fondet.

Naturlige former for videreutvikling av investeringsstrategien er dermed:

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

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

En forutsetning for arbeidet med å videreutvikle strategien er behovet for betryggende rammer også for annen type risiko enn markedsrisiko, som operasjonell risiko. Et annet krav vil være behovet for en oppfølging av den operative forvaltningen som bidrar til at interessene til forvalterne er sammenfallende med målet for fondets overordnede investeringsstrategi.

#### HØYRENTEOBLIGASJONER OG FRAMVOKSENDE OBLIGASJONSMARKEDER

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

Departementet inviterte derfor Norges Bank og Strategirådet til å belyse og gi råd om sammensetningen av referanseporteføljen for rentebærende instrumenter. Departementet har merket seg at Norges Bank og Strategirådet ikke anbefaler å utvide refe-

ranseporteføljen for rentebærende instrumenter med høyrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt i framvoksende markeder nå. Departementet legger til grunn at det ikke er aktuelt å gjennomføre denne type endringer i nær framtid. En vil arbeide videre med problemstillingene og komme tilbake til Stortinget senere.

#### REGION- OG VALUTAFORDELINGEN

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

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

#### NYE INVESTERINGSPROGRAMMER

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

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

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

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

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

finansiell avkastning og bidra til positive sosiale og miljømessige ringvirkninger.

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

De fleste sammenliknbare fond foretar investeringer i unoterte aksjer gjennom fondslignende konstruksjoner. Unoterte aksjefond kan deles inn i to hovedkategorier: Oppstartsfond ("venture capital"), som investerer i relativt nystartede foretak med et potensial for rask vekst, og oppkjøpsfond ("buy-outs"), som kjøper kontroll i et selskap for så å restrukturere selskapet og bedre inntjeningen. Oppkjøpsfond forvalter langt mer kapital enn oppstartsfond.

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

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

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

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

Med utgangspunkt i fondets særtrekk vurderer departementet ulike investeringsalternativer for investeringsprogrammet. For miljøprogrammet framstår delmarkeder innen infrastruktur og unoterte aksjer, miljøobligasjoner og plassering av deler av den noterte aksjeporteføljen basert på en miljøindeks som mest aktuelt. Investeringene skal rettes mot miljøvennlige eiendeler eller miljøvennlig teknologi som kan forventes å gi klar miljøgevinst, slik som klimavennlig energi, energieffektivisering, karbonfangst og lagring, vanntechnologi og håndtering av avfall og forurensning. Det legges opp til at eventuelle infrastrukturinvesteringer særlig rettes mot klimavennlig energi. I de unoterte markedene vil eventuelle investeringer foretas gjennom fond, men det kan være krevende å identifisere fond som utelukkende fokuserer på miljøprosjekter. I slike tilfeller må det fastsettes en minimumsramme for miljøeksponering i fondene.

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

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

knyttet til de unoterte markedenes kapasitet. 20 mrd. kroner vil innebære betydelige investeringer, både sett i forhold markedenes størrelse og investeringer i andre sammenliknbare fond internasjonalt.

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

Eventuelle unoterte investeringer vil kunne skje i mindre delmarkeder som det er krevende å oppnå eksponering mot, og hvor risikoen er høyere enn for investeringer med større grad av risikospredning. Selv om risikoen er høyere enn for andre investeringer, mener departementet det er grunn til å anta at disse delmarkedene vil ha betydelig vekst på lang sikt, og at de bør inngå som del av fondets investeringer. Før investeringene kan starte, må flere forhold utredes nærmere, blant annet vurderinger av miljøkriterier, investeringsalternativenes forventede avkastning og risiko, samt markedenes størrelse og tilgjengelighet. Store deler av investeringene vil kunne skje gjennom nye aktivklasser, noe som blant annet innebærer at en må finne tilfredsstillende måter å foreta måling og evaluering av avkastning og risiko på. Videre må det fastsettes avkastningskrav, risikorammer, bestemmelser om ansvarlig forvaltning og rapporteringskrav som ivaretar departementets målsetting for investeringene.

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

### **2.1.3 Status for vedtatte strategiendringer**

#### **FRAMVOKSENDE AKSJEMARKEDER**

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

#### **AKSJEANDELEN**

Det er tidligere vedtatt å øke aksjeandelen i fondets referanseportefølje fra 40 pst. til 60 pst. I samråd med Norges Bank er det lagt opp til en gradvis tilpassning til den nye referanseporteføljen basert på en avveining mellom hensynet til forventet avkastning og hensynet til transaksjonskostnader. Svakere avkastning av aksjer enn obligasjoner i 2008 og his-



torisk store overføringer til fondet gjennom fjoråret bidro til at det ble foretatt store aksjekjøp i løpet av 2008. Aksjekjøpene har i gjennomsnitt skjedd til betydelig lavere kurser enn da aksjeandelen ble vedtatt økt sommeren 2007.

Den gradvise økningen i aksjeandelen samtidig som markedsverdien av verdens aksjemarkeder har falt betydelig, innebærer en sterk økning i fondets gjennomsnittlige eierandel i aksjemarkedene. På ett år er denne andelen økt fra rundt 1/2 pst. til rundt 3/4 pst. Det betyr at fondet gjennom 2008 har sikret seg rett til andeler av alle framtidige overskudd fra ytterligere 1/4 pst. av verdens børsnoterte selskaper.

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

#### EIENDOMSINVESTETERINGER

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

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

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

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

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

## 2.2 Komiteens merknader

### 2.2.1 Generelt om investeringsstrategien

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, tar analysen i St.meld. nr. 20 (2008–2009) av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond til etterretning. Flertallet er enig i at videreutvikling av denne strategien må fokusere på en forbedring av bytteforholdet mellom avkastning og risiko, og en enda bedre utnyttelse av fondets særpreg som et stort, internasjonalt fond med langsiktig investeringshorisont og evne til å holde mindre omsettelige eiendeler fram til forfall. Flertallet viser til at Statens pensjonsfond – Utlands aksjeandel ikke framstår som spesielt høy sammenliknet med andre store globale finansielle investorer med langsiktige investeringsformål. Flertallet støtter departementets vurdering av at dette må medføre et bredere perspektiv på konsekvensene av ringvirkningene som selskapenes virksomhet skaper, samt økte investeringer i unoterte markeder.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet registrerer at Regjeringen fastholder at Statens pensjonsfond skal forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat nivå på risiko, men registrerer samtidig at denne strategien medførte betydelig tap i 2008. Disse medlemmer innser at fjoråret var ekstraordinært, men mener samtidig at Regjeringens forvaltningsstrategi i betydelig grad forsterket den negative avkastningen.

Disse medlemmer konstaterer at fjorårets elendige forvaltningsresultat endrer en rekke av Regjeringens kalkyler for fondets estimerte vekst og avkastning. Den gjennomsnittlige årlige netto realavkastningen av SPU siden 1997, som ved utgangen av 2007 var 4,3 pst., falt til om lag 1,5 pst. ved utgangen av 2008. Disse medlemmer mener dette bidrar til å gjøre Regjeringens såkalte handlingsregel irrelevant.

Disse medlemmer vil påpeke at det har fremvokst et stort avvik mellom Regjeringens ord og Regjeringens handlinger når det gjelder risikoeksponeringen i forvaltningen av SPU. Dette skyldes flere forhold, og disse medlemmer ønsker å fremheve følgende;

- 2001 – investeringer i rentebærende papirer uten statsgaranti
- 2006 – eksponeringen i aksjer økt fra 40 pst. til 60 pst.
- 2006 – investeringer i mindre aksjeselskaper
- 2006 – investeringer i unoterte aksjer
- 2006 – investeringer i fremvoksende markeder

Disse medlemmer konstaterer at Regjeringens dilemma er at den forsøker å fremstå som en seriøs investor med fokus på høyest mulig avkastning og moderat risiko, samtidig som den ukritisk følger samtlige investeringsråd som kommer fra de miljøene som har en egeninteresse i at investeringene utvides.

Disse medlemmer registrerer at Regjeringen omtaler slike endringer i forvaltningsstrategien som spredning av risiko, men disse medlemmer vil understreke at spredning av risiko i mange tilfeller innebærer økt risikoeksponering. Dette skyldes blant annet investeringsobjektene beliggenhet, størrelse, omsetningsvolumer og volatilitet.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen etablere følgende investeringsstrategi for Statens Pensjonsfond – Utland:

- Aksjer 40 pst. (35 pst. – 45 pst.)
- Obligasjoner 50 pst. (45 pst. – 55 pst.)
- Eiendom (utenom infrastruktur) 10 pst. (5pst. – 15 pst.)

Det forutsettes at Norges Bank tar hensyn til verdiutviklingen på verdens børser, og at prosessen ikke igangsettes før markedene igjen har tatt seg opp og markedene har stabilisert seg."

### **2.2.2 Miljøvennlige eiendeler og bærekraftig vekst i framvoksende markeder**

Departementet foreslår i St.meld. nr. 20 (2008–2009) å etablere et nytt investeringsprogram rettet mot miljøvennlige eiendeler eller teknologi som forventes å gi en klar miljøgevinst. Det pekes på delmarkeder innen infrastruktur og unoterte aksjer, såkalt miljøvennlige obligasjoner, og muligheter til å investere deler av den noterte aksjeporteføljen mot en miljøindeks som aktuelle alternativer. Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, er enig i dette, og har merket seg behovet for videre utredninger før arbeidet kan startes opp.

Flertallet viser til omtalen av et mulig investeringsprogram for bærekraftig vekst i framvoksende aksjemarkeder. Flertallet mener at både finansielle og etiske hensyn kan tale for et slikt investeringsprogram, og slutter seg derfor til intensjonen om å etablere dette. Statens pensjonsfond vil få en sterkere eksponering mot markeder som ligger an til høyere økonomisk vekst også i framtiden, og i tillegg også bidra til en positiv utvikling av næringsliv i landene. Flertallet har notert seg at et slikt investeringsprogram i hovedsak vil måtte skje gjennom investeringer i unoterte aksjer.

Flertallet viser til at departementet legger til grunn at miljøprogrammet og det mulige investeringsprogrammet rettet mot bærekraftig vekst i framvoksende markeder får en samlet investeringsramme på om lag 20 mrd. kroner, investert over en femårsperiode. Flertallet vil understreke at investeringer som inngår i disse programmene, på lik linje med andre investeringer i Statens pensjonsfond – Utland skal bidra til oppfyllelse av målet om høyest mulig finansiell avkastning til et moderat nivå på risiko.

Komiteens medlemmer fra Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre er enige i at markedenes størrelse og tilgangen til dyktige forvaltere og fond danner en nødvendig ramme for størrelsen på et investeringsprogram. Dette er imidlertid forhold som endres over tid, og det må derfor være en åpning for å kunne justere målsettingen dersom erfaringer med investeringsprogrammet eller utviklingen i markedene tilsier det.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet registrerer med skepsis Regjeringens ønske om å etablere et eget investeringsprogram på 20 mrd. kroner knyttet opp mot miljørelaterte investeringsmuligheter. Dette programmet vil være knyttet opp mot "bærekraftige investeringer", og gjerne inkludere unoterte selskaper og teknologi i framvoksende markeder. Disse medlemmer fester ingen tillit til finansministerens forsikringer om at disse investeringene "vil gi minst like god avkastning" som andre deler av fondet. Regjeringens vegring mot å etablere et eget fond for formålet underbygger disse medlemmers tvil.

Disse medlemmer fremmer derfor følgende alternative forslag:

"Stortinget ber Regjeringen fremme forslag om å opprette et investeringsfond med formål å investere i bedrifter og prosjekter innenfor energi- og miljøsektoren, med spesiell vekt på nyskapende og miljøvennlig energiteknologi. Fondet må gjennom sin virksomhet underbygge Norges posisjon som energinasjon."

Komiteens medlemmer fra Høyre og Venstre vil understreke at det må vises varsomhet med formålsbestemt øremerking innenfor det generelle fondet. Skal målet om høyest mulig finansiell avkastning innenfor moderat risiko kunne holdes, kreves det høy kompetanse og god oppfølging. Det kan by på utfordringer å forvalte, måle og følge opp ulike mandater innenfor samme portefølje. Disse medlemmer vil derfor be Regjeringen foreta en vurdering av hvordan disse utfordringene kan møtes, og i den sammenheng vurdere om det skal bygges

opp et eget forvaltningsmiljø med spesialkompetanse knyttet til investeringsprogrammene for miljø og utvikling.

#### INVESTERINGER I "PRIVATE EQUITY"

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet og Høyre, viser til høringsuttalelse fra Norfund, som mener investeringer i "Private Equity" (ikke-børsnotert egenkapitalinnskudd i bedrifter) vil gi god forventet risikojustert avkastning, og i tillegg bidra med diversifikasjonsgevinster for fondet samlet. Flertallet mener at en slik satsing også vil være riktig ut fra et etisk ståsted, og ber Regjeringen vurdere å legge til rette for slike investeringer.

Komiteens medlemmer fra Høyre viser til den refererte høringsuttalelsen fra Norfund. Disse medlemmer mener det er naturlig at departementet foretar en vurdering av innspillet, men disse medlemmer vil ikke forhåndskonkludere om dette er et fornuftig innspill for Pensjonsfondet.

Komiteens medlem fra Kristelig Folkeparti mener at departementet bør ha samme ambisjon for å realisere et slikt investeringsprogram som investeringsprogrammet for miljøvennlig teknologi, og fremsetter følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen utrede og fremme forslag om et investeringsprogram for investeringer i bærekraftig utvikling i fattige land, med en målsetting om samlet investeringsramme på minimum 10 mrd. kroner."

#### 2.2.3 Andre spørsmål

Komiteen støtter departementets vurderinger hva angår endringer i rentereferansen, region- og valutafordelingen, rebalanseringsregimet samt anbefalingen om å videreføre investeringer i aksjer i olje- og gasssektoren.

### 3. ANSVARLIGE INVESTERINGER

#### 3.1 Sammendrag

##### 3.1.1 Rapportering om arbeidet med etiske retningslinjer i 2008

#### EIERSKAPSARBEIDET I NORGES BANK

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

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

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

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

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

nerste mål og tidsløp. Engasjementer med selskaper vil ofte strekke seg over flere år.

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

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

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

#### EIERSKAPSARBEIDET I FOLKETRYGDFONDET

Folketrygdfondet har ansvaret for utøvelsen av eierrettigheter i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Styret i Folketrygdfondet har fastsatt retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter i fondet der det overordnede målet er å sikre fondets finansielle interesser. Folketrygdfondet har definert etiske

prinsipper for investeringsvirksomheten. Dette er en integrert del av retningslinjene for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse for å bidra til å fremme en langsiktig verdiskaping. God eierstyring og selskapsledelse skal ivareta eiernes og andre interessenters rettigheter overfor selskapene, samt sikre at styringsmekanismene i selskapene fungerer hensiktsmessig.

For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det som viktig å følge opp selskapenes lederlønnspolitik. Dette innebærer blant annet å vurdere hvorvidt lederlønnsordningene er utformet slik at de faktisk bidrar til en mer effektiv og resultatorientert selskapsledelse. Folketrygdfondet ser også på eventuelle opsjonsordninger og hva disse innebærer av verdioverføring fra aksjonærene til ledelsen i selskapene.

For å sikre en mest mulig objektiv og presis vurdering av selskapenes etiske holdninger og handlinger, innhenter Folketrygdfondet informasjon fra åpne kilder som årsrapporter, media og internett. Folketrygdfondet innhenter også informasjon direkte fra selskapene gjennom en spørreundersøkelse i alle norske selskaper det har eierinteresser i. Spørreundersøkelsen er knyttet til integrering og håndtering av miljø og sosiale hensyn og ble først tatt i bruk i 2006. Selskaper som ikke svarer, eller som gir utilfredsstillende svar, vil bli fulgt opp særskilt. Folketrygdfondet har gjennomgående et positivt bilde av oppmerksomhetsnivå, standarder og praksis hos selskapene som hittil har besvart undersøkelsen.

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

#### UTELUKKELSE AV SELSKAPER

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

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

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

Det er så langt utelukket 32 selskaper fra fondets investeringsunivers. Av disse er 22 utelukket på grunn av medvirkning til produksjon av inhumane våpentyper. De øvrige 10 selskapene er utelukket for å unngå en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, eller alvorlig miljøskade. I 2008 utelukket departementet til sammen seks selskaper, hvorav ett selskap ble utelukket fordi selskapet produserer klasevåpen som er forbudt i henhold til den nye klasevåpenkonvensjonen. Departementet utelukket også ett selskap som selger militært materiell til Burma. Videre har departementet utelukket fire selskaper basert på en vurdering av at selskapenes virksomhet bidrar til alvorlig miljøskade.

### 3.1.2 *Evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland*

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

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

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

videreutvikle arbeidet med fondet som en ansvarlig investor.

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

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

#### KLARGJØRING AV OVERORDNET MÅLSETTING

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

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

#### VIDEREFØRING OG JUSTERING AV UTELUKKELSESMEKANISMEN

Departementet legger opp til å videreføre at fondet ikke skal ha investeringer som innebærer medvirkning til selskapers alvorlige og grove brudd på grunnleggende etiske normer, i henhold til de samme kriterier som i dag. I tillegg legges det opp til å utelukke tobakksprodusenter fra fondets investeringer. Det legges videre opp til å klargjøre nærmere hvilke hensyn departementet mener bør vektlegges ved en beslutning om uttrekk. Departementet mener at en blant annet bør kunne legge vekt på antatte virknin-

ger av beslutninger om uttrekk, utover det at man vil unngå medvirkning til grov uetisk aktivitet. Uttrekksmekanismen bør ikke ses løsrevet fra det øvrige arbeidet med den ansvarlige forvaltningen.

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

#### NEGATIV FILTRERING AV SELSKAPER FRA PORTEFØLJEN PÅ GRUNNLAG AV SELSKAPETS PRODUKTER

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

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

Etter departementets vurdering er det produksjon av tobakk som bør danne grunnlag for filtrering. Dermed vil salg av tobakk ikke rammes av kriteriet. Departementet vil se nærmere på ulike metoder for avgrensning ved filtrering av selskaper som produse-

rer tobakk. Det kan vise seg å være noen særlige utfordringer ved å skulle operere med en nulltoleranse for all produksjon av tobakk, selv om dette vil være et utgangspunkt når man utformer kriteriet. Nærmere omtale av filtrering av selskaper som produserer tobakk fra Statens pensjonsfond - Utland er gitt i kapittel 4 i stortingsmeldingen.

#### EIERSKAPSUTØVELSEN

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

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

#### SAMVIRKE MELLOM VIRKEMIDLENE

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

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

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

#### ANDRE TEMAER OG TILTAK

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

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

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

Departementet ønsker generelt å bidra til utviklingen av beste praksis internasjonalt innen området ansvarlige investeringer, og vil i den sammenheng vurdere ulike tiltak som kan støtte opp under dette. Dette kan eksempelvis være medlemskap i utvalgte internasjonale sammenslutninger av investorer, sam-

arbeid med FN-organer som er aktive på området, samt økt kontakt med internasjonale eksperter. Norges Bank og Folketrygdfondet har begge signert FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI). Finansdepartementet ønsker å markere en ytterligere støtte til disse prinsippene ved at også departementet signerer dem på vegne av Statens pensjonsfond.

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

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

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

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

Når det gjelder fondets eiendomsinvesteringer, er det lagt opp til begrensninger slik at unoterte eiendomsselskaper og -fond ikke skal kunne etableres i lukkede jurisdiksjoner. Regjeringen legger opp til å forsterke innsatsen mot lukkede jurisdiksjoner i vår rolle som investor gjennom fondets aksjeinvesteringer. Norges Bank støtter allerede opp om Extractive Industries Transparency Initiative (EITI), et internasjonalt initiativ som tar sikte på å fremme åpenhet om inntektsstrømmer i utvinningsindustrien. Norges Bank gir videre sin støtte til utvikling av nye regnskapsstandarder (IFRS) som vedrører såkalt "land til

land-rapportering" for selskaper som driver innenfor utvinningsindustrier (gruvedrift, oljevirkksomhet mv). Økte krav til åpenhet og rapportering fra selskapenes side om inntektsstrømmer og skatteforhold kan motvirke effekten av hemmeligholdet som skatteparadisene tilbyr og kan være et egnet tiltak i kampen mot korrupsjon. Gjennom breddeinitiativer som de nevnte, arbeider en målrettet med selve spillereglene og "infrastrukturen" i finansmarkedene, framfor å gjøre det til et spørsmål om at fondet som investor skal vurdere om enkelt-selskaper i porteføljen har legitime grunner til aktivitet i såkalte skatteparadiser.

### 3.2 Komiteens merknader

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, tar rapporten om oppfølgingen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge til etterretning. Flertallet viser til at Norges Bank har valgt ut god selskapsstyring, barnearbeid og miljø som satsingsområder innenfor eierskapsutøvelsen, og støtter denne prioriteringen. Flertallet understreker betydningen av å samhandle med andre finansielle investorer på disse områdene, for å sikre størst mulig gjennomslag for fondets synspunkter i selskaper hvor fondet er minoritetsaksjonær. Flertallet har merket seg at Norges Bank har deltatt i utviklingen av FNs "Principles for Responsible Investments", og at også Folketrygdfondet har signert disse prinsippene. Flertallet støtter fullt ut disse beslutningene.

Flertallet viser til at departementet foreslår å videreføre hovedtrekkene i dagens eierskapsutøvelse, og støtter dette. Økt bruk av forventningsdokumenter på viktige områder, blant annet miljø og forholdet til virksomhet i lukkede jurisdiksjoner, ønskes velkommen. Flertallet vil understreke viktigheten av at forventningsdokumentene ivaretar hensynet til forutsigbarhet og etterprøvnbarhet.

Flertallet viser til merknader i pkt. 2.2 hva angår forslaget om investeringsprogram for miljørelaterte selskaper samt et mulig investeringsprogram for bærekraftig utvikling.

Flertallet støtter formaliseringen av en observasjonsliste som et tiltak for å forsterke samvirket mellom eierskapsutøvelsen og uttrekksmekanismen. Flertallet er enig i at en slik liste kan være hensiktsmessig i enkelttilfeller hvor det er særlig stor usikkerhet om eierskapsutøvelse eller andre forhold vil føre til reelle og betydelige forbedringer fra selskapets side med hensyn til påviste alvorlige brudd på fondets etiske regler. Flertallet legger til grunn at dette ikke svekker betydningen av uttrekksmekanismen som verktøy for å ivareta fondets etiske forpliktelser.

Flertallet deler departementets oppfatning om at investeringer i lukkede jurisdiksjoner ("skatteparadiser") ikke er et egnet selvstendig kriterium for utelukkelse. Samtidig bør fondet som en bredt diversifisert og langsiktig internasjonal investor ha klar interesse av økt åpenhet omkring bruken av slike jurisdiksjoner. Flertallet legger til grunn at selskapenes bruk av slike jurisdiksjoner, blant annet sett i forhold til det varslede forventningsdokumentet, vil være et viktig oppfølgingstema for Norges Bank i eierskapsutøvelsen.

Flertallet viser til at uttrekk av statsobligasjoner er betinget av at det er innført omfattende internasjonale sanksjoner mot myndighetene i det angjeldende land med norsk støtte, og viser til begrunnelsen for dette i St.meld. nr. 20 (2008–2009). Flertallet vil be om at det i neste års forvaltningsmelding gis en nærmere gjennomgang av mulighetene for å videreutvikle fondets etiske retningslinjer også for investeringer i statsobligasjoner, jf. det overordnede ønsket om å unngå uakseptabel risiko for medvirkning til miljøødeleggelser, grov korrupsjon eller andre grove brudd på menneskerettighetene. Flertallet peker imidlertid på at fondet ikke skal være et utenrikspolitisk virkemiddel.

Et annet flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet og Høyre, er enig i at enkelte typer markedsføring av sterkt vanedannende varer og tjenester som ved overdreven bruk har sterke negative konsekvenser, som for eksempel alkohol og gamblingtjenester, vil kunne kvalifisere til betegnelsen "grovt uetisk", og legger til grunn at dersom dette påvises, vil Etikkrådet og departementet vurdere dette på vanlig måte opp mot de etiske retningslinjene for fondet.

Dette flertallet viser til forslaget om å utelukke aksjer fra tobakksprodusenter fra fondets investeringsunivers, og støtter dette, samt departementets begrunnelse for forslaget.

Dette flertallet har merket seg at Finansdepartementet i to konkrete tilfeller – henholdsvis selskapene Monsanto Co og Siemens AG – har valgt å videreføre investeringene, på tross av en tilrådning fra Etikkrådet om uttrekk. Dette flertallet er enig i at en påvisning av uetisk adferd i strid med de etiske retningslinjene er et alvorlig signal, men alene ikke tilstrekkelig til å konkludere med uttrekk. Det er sannsynligheten for framtidig medvirkning til grov uetisk adferd gjennom investeringene i det enkelte selskap som er relevant kriterium for å vurdere uttrekk. Sannsynligheten for adferdsendring på grunn av eierskapsutøvelse eller andre forhold må i den sammenheng tas med i vurderingen. Men dette flertallet understreker at når det er påvist grov uetisk adferd, og departementet konkluderer med å



avvente uttrekk, må det skje reelle og betydelige forbedringer av adferd i selskapet over tid, og terskelen for uttrekk ved stillstand i arbeidet eller påvisning av nye regelbrudd må være lav. Hvem som eventuelt vil være kjøpere av de aksjer som fondet selger, og i hvilken grad disse har etiske retningslinjer, antar dette flertallet vil være svært krevende å kunne dokumentere i et annenhåndsmarked, og dette flertallet mener derfor at slike antagelser ikke bør tillegges vekt i en endelig vurdering.

Dette flertallet viser til at Regjeringen vil foreta en særskilt gjennomgang av utfordringene knyttet til å vurdere selskapers virksomhet i konfliktområder. Fokus vil være på selskapenes potensielle medvirkning til uetiske handlinger i disse områdene. Dette flertallet mener det er en fordel å starte med en generell gjennomgang av problemstillingen, og at denne gjennomgangen så kan brukes som grunnlag for å vurdere enkeltsituasjoner.

Komiteens medlemmer fra Framskrittspartiet registrerer at Regjeringen velger å fortolke de etiske retningslinjene stadig strengere. Disse medlemmer ønsker å understreke at etikk per definisjon er et subjektivt vurderingsgrunnlag, og åpner for selektive og politisk motiverte utelukkelsesmekanismer. Disse medlemmer deler ikke Regjeringens visjoner når det gjelder praktiseringen av de etiske retningslinjene. Rigid praktisering av de etiske retningslinjene reduserer fondets investeringsunivers, og bidrar til å øke fondets risiko og redusere fondets potensielle avkastning. Disse medlemmer viser i den forbindelse særlig til Regjeringens utestengning av verdens ledende forsvarsindustri-drifter.

Disse medlemmer har også merket seg at Regjeringen i stadig sterkere grad etterkommer krav og ønsker fra snevre interesseorganisasjoner som har som mål å begrense pensjonsfondets investeringsmuligheter, noe som stadig begrenser fondets investeringspotensial. Disse medlemmer registrerer også at til tross for Regjeringens forsikringer om at fondet ikke skal benyttes til utenrikspolitiske formål, så blir Regjeringens overdrevne blanding av etikk og butikk stadig oftere oppfattet som utenrikspolitiske signaler.

Disse medlemmer fremmer derfor følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen foreta en ny gjennomgang av de bedriftene som i dag er utelukket i Statens pensjonsfond – Utlands investeringsportefølje grunnet rigid praksis av de etiske retningslinjene."

Komiteens medlem fra Kristelig Folkeparti viser til tidligere forslag både fra tidligere

regjering og i Stortinget om å ekskludere tobakksprodusenter fra investeringsuniverset for Statens pensjonsfond – Utland, jf. for eksempel Dokument nr. 8:57 (2006–2007), samt Innst. S. nr. 228 (2006–2007) og Innst. S. nr. 283 (2007–2008), og er meget tilfreds med at Regjeringen nå følger opp dette forslaget.

Dette medlem viser også til forslag fremmet av Kristelig Folkeparti i Dokument nr. 8:57 (2006–2007) og Innst. S. nr. 228 (2006–2007) om å utvide referanseindeksen for Statens pensjonsfond – Utland til å omfatte alle framvoksende (børsnoterte) aksjemarkeder som ble definert som investerbare, et forslag som Regjeringen fulgte opp i Forvaltningsmeldingen for 2007. Dette medlem viser også til at Kristelig Folkeparti i Dokument nr. 8:57 (2006–2007) og Innst. S. nr. 228 (2006–2007) fremmet forslag om investeringer i selskaper som kunne bidra til bærekraftig utvikling, samt en utprøving av strategier for "best i klassen"-miljøinvesteringer. Dette medlem er også fornøyd med at Regjeringen i St.meld. nr. 20 (2008–2009) fremmer forslag som ligger nær opp til de forslag som ble fremmet i Dokument nr. 8:57 (2006–2007).

Dette medlem viser også til finansministerens svar datert 19. januar 2009 på skriftlig spørsmål nr. 498 (2008–2009) om en vurdering av investeringer i selskaper med virksomhet i DR Kongo. Her fremkommer det at finansministeren vil starte en gjennomgang av ulike sider ved selskapers virksomhet i konfliktområder. Dette medlem støtter en slik gjennomgang. Det trenger imidlertid ikke være motsetning mellom en slik generell gjennomgang og en særlig vurdering av selskapers engasjementer i ulike områder. Dette medlem mener at den fortsatt urolige situasjonen i DR Kongo, den mest blodige konflikt i verden over de siste årene, krever en særlig oppmerksomhet når det gjelder etterlevelse av de etiske retningslinjer.

Dette medlem fremmer derfor følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen ta initiativ til en egen vurdering av selskapers virksomhet i DR Kongo, vurdert opp mot de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland."

## 4. RESULTATER I FORVALTNINGEN

### 4.1 Sammendrag

#### 4.1.1 *Utviklingen i markedsverdien til Statens pensjonsfond*

Samlet markedsverdi til Statens pensjonsfond var ved utgangen av 2008 på 2 363,2 mrd. kroner. Dette er en økning på i alt 227,2 mrd. kroner fra utgangen av 2007, noe som blant annet kan knyttes til tilførsel

av petroleumsinntekter med 384 mrd. kroner. Samtidig bidro svært svak avkastning på fondets plasseringer til å redusere fondets verdi med om lag 663 mrd. kroner. En betydelig svekkelse av den norske kronen målt mot Statens pensjonsfond – Utlands valutakurv gjennom fjoråret bidro isolert sett til å øke markedsverdien til fondet med 506 mrd. kroner, men for utviklingen i internasjonal kjøpekraft er endringer i kronekursen ikke relevant.

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

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

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

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

#### **4.1.2 Avkastningen av Statens pensjonsfond**

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

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

I St.meld. nr. 16 (2007–2008) framhevet departementet at det er betydelig usikkerhet knyttet til anslag på forventet avkastning, og historiske erfaringer viser at avkastningen kan svinge en god del. Det er gjort nærmere rede for avkastningsrisikoen i fondet i boks 1.2 i stortingsmeldingen. Det har vært betydelige svingninger i realisert realavkastning, også når dette måles over lengre tidsperioder. De erfaringene vi nå har, gir etter departementets vurdering ikke grunn til å endre anslaget på 4 pst. realavkastning som en rimelig forventning for langsiktig avkastning. Anslaget bygger på forutsetninger som Strategirådet tidligere har beskrevet som rimelige og hensiktsmessige for analyser av langsiktig avkastning og risiko. Strategirådet så i denne sammenhengen blant annet hen til anslag fra andre fond.

I den videre omtalen i pkt. 4.1.2 i denne innstillingen 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.

#### **AVKASTNINGEN AV STATENS PENSJONSFOND – UTLAND**

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

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

Risikoen i Statens pensjonsfond – Utland, målt ved standardavviket til avkastningen, var i fjor om lag 14 pst. målt nominelt i lokal valuta. Til sammenlikning var gjennomsnittlig risikonivå de siste fem årene 7,8 pst.

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

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

Som det framgår av figur 1.8 i stortingsmeldingen, har det også i tidligere perioder vært relativt store svingninger i fondets avkastning. Figuren illus-

trerer svingningene i den kvartalsvise avkastningen på fondets referanseportefølje, og viser at utslagene i de beste kvartalene er på linje med eller noe større enn utslagene i de dårligste kvartalene, med unntak av siste kvartal i 2008. Det som imidlertid skiller utviklingen i fjor fra tidligere perioder er antall kvartaler på rad med negativ avkastning. Disse svingningene understreker betydningen av at resultatene måles over en lengre periode.

Investeringene i Statens pensjonsfond er langsiktige. Statens pensjonsfond er stort og vil ha lang levetid. I motsetning til andre pensjonsfond er ikke kapitalen øremerket til særskilte forpliktelser, og kapitalen i fondet er fullt ut egenkapitalfinansiert. Fondet står i liten grad overfor risikoen for at eieren må foreta store uttak over kort tid. Det er derfor liten risiko for at negativ avkastning i seg selv fører til at fondet må selge sine eiendeler. Dette står i motsetning til mange andre investorer internasjonalt, som på grunn av finanskrisen og krav til egenkapitaldekning er blitt tvunget til å selge risikable eiendeler til lave priser. Statens pensjonsfond – Utland er på denne bakgrunn godt posisjonert til å bære den risiko som fondet nå opplever. Det betydelige kursfallet i det internasjonale aksjemarkedet i 2008 innebærer samtidig at kjøp av aksjer som følge av opptrappingen av aksjeandelen skjer til vesentlig lavere kurser enn da beslutningen om å øke aksjeandelen ble tatt. Fondets gjennomsnittlige eierandel i de internasjonale aksjemarkedene er nå på over 3/4 pst., som er en sterk økning fra året før. Det gir et tilhørende økt eierskap til framtidige overskudd fra børsnoterte selskaper verden over.

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

Fra 1998 og fram til utgangen av 2008 oppnådde Norges Bank en årlig gjennomsnittlig mindreadkast-

ning på 0,04 prosentpoeng. Resultatet fra den aktive forvaltningen i 2008 er det klart svakeste siden fondet ble etablert.

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

De svake resultatene innen renteforvaltningen skyldes i hovedsak at Norges Banks aktive obligasjonsinvesteringer i stor grad har hatt en felles eksponering mot underliggende systematisk risiko (likviditetsrisiko og kredittrisiko). Store posisjoner som ble bygget opp i en situasjon der risikopremien på likviditet og kreditt var lav, viste seg å falle samtidig i verdi når markedet ble drevet av store skift i verdsettingen av disse risikofaktorene. Norges Bank skriver i sin rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008 at krisen i det finansielle systemet avdekket at risikotakingen i de ulike mandatene for renteforvaltningen ikke var tilstrekkelig uavhengig, og at mange av forvaltningsmandatene i banken hadde en felles eksponering mot likviditets- og kredittrisiko som en ikke observerte under normale markedsforhold. I bankens rapport er det gjort nærmere rede for hvordan mindreadkastningen fordeler seg på ulike forvaltningsstrategier, jf. omtale i boks 5.3 i kapittel 5 i stortingsmeldingen.

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

De realiserte tapene på investeringene i renteporteføljen utgjør fortsatt en liten del av samlet mindreadkastning. Den løpende avkastningen er høy, noe som ikke bare gjenspeiler at kredittrisikoen har økt, men også høy likviditetspremie og store risikopåslag i markedene. Verdsettelsen av disse obligasjonene er anslag på virkelig verdi under dagens markedsfor-

hold. Anslagene vil kunne endres i takt med utviklingen i markedene. Norges Bank uttaler at de er innstilt på å holde en stor del av disse papirene til forfall. For de papirene der det ikke er konstatert mislighold, vil man motta pålydende ved forfall.

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

#### AVKASTNINGEN AV STATENS PENSJONSFOND – NORGE

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

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

Risikoen i Statens pensjonsfond – Norge i 2008 var 20,6 pst., målt i kroner. Dette er nær en dobling av risikonivået i forhold til de siste fem årene sett under ett. Deler av den økte risikoen kan knyttes til avviklingen av kontolånsordningen i 2006.

Folketrygdfondet oppnådde gode resultater i den aktive forvaltningen i 2008. Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge var i fjor 3,7 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljens avkastning. Dette er den høyeste meravkastningen som er oppnådd i løpet av hele perioden 1998–2008. Departementet er tilfreds med de resultater som Folketrygdfondet har oppnådd i den aktive forvaltningen i 2008.

#### 4.1.3 *Kostnader i forvaltningen*

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

grunn for disse kostnadssammenlikningene. I tillegg til kostnadsdekningen innenfor den øvre grensen godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

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

I tillegg til forvaltningskostnader påløper det kostnader knyttet til gjennomføringen av de enkelte transaksjonene. Norges Bank rapporterer regelmessig om transaksjonskostnadene knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Departementet vil i den forbindelse blant annet vise til at Norges Bank i betydelig grad har effektivisert transaksjonsprosessen innen aksjeforvaltningen. I årsrapporten for 2007 viste banken til at den har lyktes med å hente ut fordeler ved elektronisk handel og at en har utnyttet økt tilgang på handelsdata for å redusere de totale handelskostnadene i fondet. Ifølge Norges Banks beregninger falt gjennomsnittlige kostnader ved aksjehandel fra vel 40 basispunkter i 2003 til om lag 25 basispunkter i 2007, noe som innebærer en besparelse i transaksjonskostnader på flere hundre millioner kroner årlig. Banken påpeker samtidig at også fallende volatilitet i markedene er en viktig forklaring på nedgangen i kostnadene knyttet til aksjehandel.

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

deler innen kapitalforvaltning som Norges Bank drar nytte av.

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

#### 4.2 Komiteens merknader

Komiteen har merket seg at referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland har hatt en gjennomsnittlig (geometrisk) avkastning siden 1998 på 2,98 pst., og en negativ avkastning i 2008 på -19,93 pst., målt i fondets internasjonale valutakurv. Den faktiske porteføljen har hatt en gjennomsnittlig avkastning på 2,94 pst. siden 1998, og -23,30 pst. i 2008, tilsvarende en reduksjon i fondets verdi på 633 mrd. kroner. Mens avkastningen på referanseporteføljen følger av de strategiske valgene som er gjort i referanseporteføljen, skyldes differanseavkastningen mellom denne og den faktiske porteføljen de aktive forvaltningsvalgene som er gjort av Norges Bank.

Komiteen har videre merket seg at referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Norge har hatt en avkastning på 3,54 pst. siden 1998, og -28,79 pst. i 2008, mens den faktiske porteføljen har hatt en avkastning siden 1998 på 4,18 pst. og -25,09 pst. i 2008. Folketrygdfondet har tilført en positiv differanseavkastning både i 2008 og i perioden 1998–2008 som helhet.

Komiteen peker på at den aktive forvaltningen i Norges Bank har medført en mindreakkastning på -3,4 pst. i 2008 målt i lokal valuta. Målt i kroner er mindreakkastningen -4,1 pst., tilsvarende 88 mrd. kroner. Komiteen er enig med departementet i at selv om også disse resultatene må måles på lang sikt, er dette resultatet ikke tilfredsstillende. Heller ikke siden oppstart i 1998 har den aktive forvaltningen gitt et positivt bidrag til avkastningen på fondet.

Komiteen viser til omtalen av resultatene i den aktive forvaltningen i St.meld. nr. 20 (2008–2009), hvor det framkommer at det i den aktive renteforvaltningen har vært store samlede posisjoner mot likviditets- og kredittrisiko som ikke har vært avdekket

under normale markedsforhold. Komiteen understreker sterkt at en forutsetning for at aktiv forvaltning skal kunne tillates, er at risikosystemene også er i stand til å måle og begrense risiko som kan oppstå også under unormale markedsforhold. Komiteen har merket seg at det allerede er foretatt innstramminger i den interne forvaltningen i Norges Bank, samt at departementet har varslet supplerende grenser for risikotaking ut over dagens grenser for relativ volatilitet, samt en vurdering av grenser for implisitt opplåning og "short"-posisjoner. Komiteen er tilfreds med dette.

Komiteen har merket seg at departementet vil komme tilbake våren 2010 med et bredt beslutningsgrunnlag og en vurdering av hvorvidt eller i hvilket omfang aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond – Utland skal videreføres. Komiteen deler i den forbindelse departementets oppfatning om at Norges Bank må ha en viss grad av frihet i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget, og at løpende detaljstyring fra departementet verken er mulig eller ønskelig. Det legges imidlertid til grunn at det i denne meldingen gis en systematisk gjennomgang og vurdering av de ulike argumentene for aktiv forvaltning, og i hvilken grad Statens pensjonsfond – Utland er i en særlig stilling til å kunne utnytte de ulike fortrinn som fremføres som argument for aktiv forvaltning.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, viser til at Statens pensjonsfond – Utland har en langsiktig investeringshorisont, og at den betydelige mindreakkastningen i 2008 i stor grad ikke er realiserte tap. Flertallet mener at det vil være galt å vurdere hensiktsmessigheten av en langsiktig investeringsstrategi ut fra resultatet i et enkelt, og særdeles uvanlig år som 2008, og at det synes å være bred faglig enighet om dette. Flertallet viser for øvrig til sine merknader om den langsiktige investeringsstrategien i pkt. 2.2.

Et annet flertall, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Sosialistisk Venstreparti og Senterpartiet, vil understreke viktigheten av å ha en grundig prosess og et bredt beslutningsgrunnlag for å vurdere om, og i tilfelle i hvilket omfang, den aktive forvaltningen i Statens pensjonsfond – Utland skal videreføres. Dette flertallet mener det er fornuftig å trekke inn eksterne fagpersoner med spesialkompetanse i dette arbeidet.

Dette flertallet viser til at det særlig er den aktive renteforvaltningen som har vist dårlige resultater i 2008. Norges Bank har i sin rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008 redegjort for hvordan mindreakkastningen fordeler seg på ulike forvaltningsstrategier. Det framgår av bankens årsrapport at det største bidraget til mindreakkastning

i renteforvaltningen kan knyttes til investeringer i amerikanske panteobligasjoner. Dette flertallet støtter derfor endringene som Norges Bank meldte om ved framleggingen av resultatet for 2008, i tillegg til senere varsler om at mandater til eksterne renteforvaltere vil bli trukket inn. Dette flertallet viser til at det i forbindelse med den varslede gjennomgangen av regelverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland er aktuelt å fastsette begrensninger på implisitt opplåning ("leverage") og short-posisjoner. Dette flertallet er enig i dette.

Dette flertallet legger til grunn at Norge Bank framover vil gjennomføre forvaltningen av renteporteføljen slik at den faktiske porteføljen ligger nært opptil referanseporteføljen. Dette flertallet innser at det må gjøres unntak for de vanskelig omsettelige posisjonene som i dag finnes i porteføljen.

Dette flertallet viser for øvrig til de forslag til endringer i sentralbankloven som er fremmet i Ot.prp. nr. 58 (2008–2009) for å styrke kontroll- og tilsynsapparatet i banken ytterligere.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet, Høyre og Kristelig Folkeparti mener at resultatene fra aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond – Utland er så svake, at dette kan svekke den alminnelige tillit til forvaltningen. Slik tillit er nødvendig for å kunne beholde allmenn støtte til selve fondskonstruksjonen og hensikten med Statens pensjonsfond – Utland. Disse medlemmer mener derfor at omfanget av den aktive forvaltningen må begrenses til det som er strengt nødvendig av forretningsmessige hensyn fram til den varslede gjennomgangen av forvaltningen foreligger. Disse medlemmer er imidlertid innforstått med at det ikke vil være verken mulig eller ønskelig ut fra klare forretningsmessige hensyn å stoppe enhver aktiv forvaltning, og at departementet må avklare nærmere regelverk for dette i styringsdialogen med Norges Bank.

Disse medlemmer er skeptiske til den risikoen SPU utsettes for. Disse medlemmer er derfor positive til Regjeringens varslede rapport om aktiv forvaltning, men mener en slik rapport ikke bør avvente et helt år, men fremlegges snarest, og senest høsten 2009. Målsettingen må være å få etablert en investeringsstrategi som reduserer fondets risiko.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen fremskynde den varslede gjennomgangen av den aktive forvaltningen, og legge dette frem som egen sak i Stortinget i løpet av høsten 2009."

"Stortinget ber Regjeringen så raskt som mulig sette rammer for den aktive forvaltningen av Statens

pensjonsfond – Utlands investeringer som begrenser slik forvaltning til det som er strengt nødvendig av forretningsmessige hensyn inntil det er tatt endelig stilling til framtidig omfang av aktiv forvaltning."

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet og Høyre viser til at de aller fleste avkastningstallene i stortingsmeldingen er for kostnader og således ikke gir et riktig bilde av den reelle avkastningen. Disse medlemmer viser til at denne praksisen er i utakt med rapporteringen av andre fond. Disse medlemmer mener Statens pensjonsfond – Utland i sin rapportering helst burde følge den internasjonale standarden Global Investment Performance Standards (GIPS), som er standarder for presentasjon av informasjon av investeringsresultater. Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen sørge for at avkastningen i Statens pensjonsfond – Utland rapporteres etter kostnader i henhold til Global Investment Performance Standards (GIPS)."

## 5. UTVIKLING AV RAMMEVERKET FOR FORVALTNINGEN AV STATENS PENSJONSFOND

### 5.1 Sammendrag

#### 5.1.1 *Rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland*

Statens pensjonsfond – Utland reguleres av følgende regelsett:

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

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

Finansdepartementets investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland omfatter både den strategiske referanseporteføljen og rammer for Norges Banks avvik fra referanseporteføljen. Departementet varsler i stortingsmeldingen at en våren 2010

vil komme tilbake til Stortinget med en ny vurdering av hvorvidt eller i hvilket omfang aktiv forvaltning skal videreføres.

Parallelt med dette arbeidet vil departementet arbeide videre med å utvikle rammeverket for forvaltningen. Det er et krevende arbeid å sikre at rammeverket kontinuerlig utvikles i takt med i investeringsstrategien, veksten i fondskapitalen og utviklingen internasjonalt innen rammeverk og tilsynsmetodikk for store kapitalforvaltere. I fjorårets melding beskrev departementet resultatene av en gjennomgang av internasjonalt anerkjente standarder og beste markedspraksis for risikostyring innen kapitalforvaltning, jf. kapittel 5 i St.meld. nr. 16 (2007–2008). Beskrivelsen av beste markedspraksis var basert på en referansegruppe bestående av flere store fond og investeringsbanker.

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

### **5.1.2 Oppfølging av rammeverkets krav til risikostyring og kontroll**

#### **ANSVARET TIL NORGES BANKS STYRENDE ORGANER**

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

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

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

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

Det framgår videre av sentralbankloven § 5 tredje ledd at:

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

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

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

#### **FINANSDEPARTEMENTETS OPPFØLGING AV NORGES BANKS OPERATIVE FORVALTNING AV STATENS PENSJONSFOND – UTLAND**

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

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

"Norges Bank driver spesialisert forvaltning. Departementet skal gjennom å stille krav til rapportering lettere kunne identifisere områder der en ved hjelp av eksterne 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 igang-

satt. Etter en anbudskonkurranse valgte Finansdepartementet en internasjonal gruppe fra selskapet Ernst & Young til å gjennomgå risikostyringen og kontrollrutinene i Norges Bank. Departementet har i St.meld. nr. 16 (2007–2008) redegjort for innholdet i prosjektets sluttrapport og bankens kommentarer. Det framgikk av redegjørelsen at Norges Bank i tidsrommet 2006–2008 har gjennomført en rekke prosjekter for å videreutvikle bankens risikostyring, blant annet:

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

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

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

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

I dag forvaltes fondet innenfor en forenklet overordnet ramme for aktiv forvaltning supplert med krav om at Norges Bank skal utarbeide interne retningslinjer som sikrer at banken minst følger internasjonalt anerkjente standarder og metoder for risikostyring av aktive posisjoner. Etter departementets oppfatning viser erfaringene de siste tre årene at det er ønskelig med et mer finmasket system for å regulere risikoen i aktiv forvaltning.

I omtalen av resultatene i den aktive forvaltningen i pkt. 1.4 i stortingsmeldingen er det pekt på at den aktive renteforvaltningen står for en stor andel av samlet mindreadkastning. Dette må ses i sammenheng med at Norges Banks aktive obligasjonsinvesteringer i stor grad har hatt en felles eksponering mot underliggende systematisk risiko (likviditetsrisiko og

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

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

### **5.1.3 Odelstingsproposisjon om endringer i sentralbankloven**

Samtidig med stortingsmeldingen fremmer Regjeringen en odelstingsproposisjon om enkelte endringer i sentralbankloven. Departementet har tidligere beskrevet behovet for endringer i sentralbanklovens bestemmelser om regnskap og revisjon, jf. omtale i St.meld. nr. 16 (2007–2008) og i St.meld. nr. 19 (2007–2008). Departementet sendte i juni 2008 ut et høringsnotat om dette. I odelstingsproposisjonen foreslår departementet å underlegge Norges Bank regnskapsplikt etter regnskapsloven. Hensynet til faste rammer for registrering og dokumentasjon av transaksjoner mv. tilsier videre at det bør lovfestes at Norges Bank har bokføringsplikt etter bokføringsloven. Departementet legger videre opp til at det gis adgang til i forskrift å fastsette særskilte regler om årsregnskap, årsberetning og bokføring for banken som utfyller eller fraviker bestemmelsene gitt i eller i medhold av regnskapsloven og bokføringsloven for å regulere eventuelle særskilte forhold knyttet til sentralbankvirksomheten.

Det er bred enighet om at dagens revisjonsordning, der representantskapet oppnevner en sentralbankrevisor som formelt er ansatt i banken, ikke bør opprettholdes. Revisor bør både formelt og reelt fun-



gere helt uavhengig av banken. Departementet foreslår i odelstingsproposisjonen en ordning der representantskapet utpeker en ekstern revisor. Riksrevisjonen og Landsorganisasjonen i Norge foreslo i høringsrunden at Riksrevisjonen skulle overta revisjonen av Norges Bank. Departementet har ikke kunnet slutte seg til en slik løsning av flere grunner. For det første ville dette etter departementets oppfatning ha medført et behov for en omlegging av ordningen med representantskapet som Stortingets tilsynsorgan overfor sentralbanken. Denne ordningen har sitt utspring i Grunnloven § 75 første ledd bokstav c, der det heter at:

"Det tilkommer Stortinget at føre Opsyn med Rigets Pengevæsen."

Representantskapet vedtar bankens regnskaper. Det vil være unaturlig å skille denne oppgaven fra oppgaven med å utpeke revisor. For det annet ville det etter departementets vurdering være uheldig om Riksrevisjonen skulle foreta den finansielle revisjonen av Norges Bank og samtidig foreta forvaltningsrevisjon av Finansdepartementet, for å avdekke om Statens pensjonsfond – Utland blir forvaltet i samsvar med Stortingets forutsetninger. Når Riksrevisjonen skal vurdere om Finansdepartementet har forvaltet fondet i samsvar med Stortingets forutsetninger, vil bankens reviderte regnskaper være et vesentlig grunnlag for vurderingene. Hvis det er Riksrevisjonen som har revidert disse regnskapene, vil den i så fall måtte vurdere Finansdepartementets forvaltning på bakgrunn av regnskaper den selv har revidert. En ekstern, valgt revisor i Norges Bank vil derfor styrke Riksrevisjonens muligheter til å foreta en selvstendig kontroll av Finansdepartementets forvaltning. Ut fra slike betraktninger valgte Stortinget i 2007 å overføre revisjonsoppraget for Folketrygdfondet og Statens pensjonsfond – Norge fra Riksrevisjonen til en ekstern revisor valgt av Finansdepartementet, jf. lov om Folketrygdfondet § 13 og Innst. O. nr. 77 (2006–2007), side 1-2.

Det vil være naturlig at representantskapet som ansvarlig for bankens revisjon fastsetter et revisjonsprogram. Et slikt program vil omfatte prioriteringer i revisjonen utover den rene regnskapsrevisjonen, herunder en plan for såkalte attestasjonsoppdrag. Et typisk attestasjonsoppdrag vil være å be om en vurdering av hvorvidt internkontrollen i banken er effektiv. Med en valgt ekstern revisor vil Finansdepartementet kunne gå i dialog med representantskapet og komme med innspill til revisjonsprogrammet, for å sikre at Finansdepartementets oppfølgingsbehov overfor Statens pensjonsfond – Utland blir ivaretatt. Hvis Riksrevisjonen skal revidere bankens regnskaper, vil Finansdepartementet være avskåret fra dette fordi Riksrevisjonen også har som oppgave å revi-

dere Finansdepartementet. Riksrevisjonen kan ikke revidere Finansdepartementet på vegne av Stortinget og samtidig utføre revisjonsoppgaver departementet har bedt representantskapet om å få utført. En ordning med valgt ekstern revisjon vil dermed kunne styrke den samlede oppfølgingen av fondet.

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

#### **5.1.4 Gjennomgang av det øvrige rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland**

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

Retningslinjene bør sikte på å regulere særlige risikofaktorer innen kapitalforvaltning i samsvar med beste internasjonale praksis når det gjelder måling og styring av risiko. Ansvarsforholdet mellom operativ forvalter (Norges Bank) og kapitaleier (Finansdepartementet) må komme klart fram. Regelverket må også sikre at det er klare rapporteringsrutiner og åpenhet om forvaltningen. Ved gjennomgangen baserer departementet seg på bransje- og tilsynsdrevne standarder for risikostyring.

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

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

### 5.1.5 *Santiago-prinsippene for forvaltning av statlige investeringsfond*

Departementet har gjennom arbeidet i International Working Group of Sovereign Wealth Funds i regi av IMF bidratt til utviklingen av "Generally Accepted Practices and Principles for Sovereign Wealth Funds" – de såkalte "Santiago-prinsippene", jf. omtale i St.meld. nr. 16 (2007–2008) og Nasjonalbudsjettet 2009. Disse gir uttrykk for gode prinsipper for forvaltningen av statlige investeringsfond. Eksempelvis gis det uttrykk for at rollefordelingen mellom involverte aktører skal være klar, at investeringsfilosofien skal komme klart til uttrykk og at fondene skal ha etiske standarder. Prinsippene er å anse som minimumsstandarder som dagens rammeverk for Statens pensjonsfond – Utland allerede oppfyller. Flere av prinsippene er imidlertid bare forutsatt i dagens regelverk for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, og departementet vil i arbeidet med den nye forskriften for forvaltningen av fondet søke å få prinsippene klarere fram.

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

### 5.1.6 *Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge*

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

#### RISIKOSTYRING OG KONTROLLRUTINER

Det nye rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge innebærer vesentlig strengere krav blant annet knyttet til måling, styring og kontroll av risiko og rapportering enn tidligere. Folketrygdfondet har på denne bakgrunn arbeidet med å implementere nye styrings- og kontrollsystemer i forvaltningen for å sikre at systemene for risikosty-

ring og kontroll tilfredsstiller de krav som er stilt i det nye rammeverket. Kravene er basert på at måling, styring og kontroll av ulike risiki skal følge beste internasjonale praksis og internasjonalt anerkjente metoder. Departementet legger til grunn at arbeidet med implementering av nye styringssystemer som følge av kravene som er stilt i det nye rammeverket, i det alt vesentligste vil være fullført i løpet av inneværende år.

#### REGNSKAPSREGLER

I St.meld. nr. 16 (2007–2008) varslet departementet at en vil vurdere behovet for å fastsette en egen forskrift som gir nærmere bestemmelser om regnskapsregler for Statens pensjonsfond – Norge. Bakgrunnen for dette er at loven om Statens pensjonsfond ikke inneholder direkte bestemmelser om regnskapsregler.

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

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

### 5.2 **Komiteens merknader**

Komiteen tar omtalen av oppfølgingsregimet for Norges Bank til orientering, og viser for øvrig til merknader i kapittel 4.2 i denne innstilling, samt i Innst. O. nr. 93 (2008–2009) som omhandler Ot.prp. nr. 58 (2008–2009).

Komiteens medlemmer fra Framskrittspartiet, Høyre og Venstre viser til at Stortinget i liten eller ingen grad får en uavhengig rapport om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland (SPU) som er i tråd med de vedtak og retningslinjer Stortinget selv har vedtatt. St.meld. nr. 20 (2008–2009) vil – i tråd med tidligere tilsvarende stortingsmeldinger om forvaltningen av Statens pensjonsfond – aldri oppfattes å være uavhengig og bidrar derfor ikke til at Stortingets kontrollfunksjon i tilstrekkelig grad er ivaretatt.

Disse medlemmer viser videre til at det spesielt for 2008 har blitt reist en rekke spørsmål omkring forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland (SPU), både knyttet til tap, bonuser og økt hemmelighold av både lønnsforhold og investeringsportefølje. I tillegg kommer usikkerhet om den aktive forvaltningen av fondet har gått ut over den risi-

kogrense Finansdepartementet har fastsatt. Samlet gir det et bilde av at forvaltningen av SPU ikke er slik det burde være – og at Stortinget i liten eller ingen grad har mulighet til å kontrollere om denne usikkerhet medfører riktighet eller ikke.

Disse medlemmer mener at det på denne bakgrunn er nødvendig at Riksrevisjonen snarest foretar en undersøkelse om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland (SPU) i 2008 er og har vært i tråd med de retningslinjer og vedtak Storting har fattet. Dette kan skje ved et plenarvedtak i Stortinget, jf. § 9 i lov 7. mai 2004 nr. 21 om Riksrevisjonen hvor det bl.a. heter at "Storting i plenum kan pålegge Riksrevisjonen å sette i gang særlige undersøkelser".

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet og Venstre mener at det er behov for å endre sentralbankloven slik at Riksrevisjonen i praksis kan foreta en årlig kontroll av virksomheten i Norges Bank generelt og Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland (SPU) spesielt og rapportere til Stortinget på bakgrunn av denne kontrollen.

Disse medlemmer viser til Dokument nr. 8:69 (2008–2009) og de forslag som der fremmes om å iverksette tiltak for å gi Stortinget økt mulighet til å ivareta sin kontrollfunksjon av om forvaltningen av Statens pensjonsfond er i tråd med de retningslinjer Stortinget selv har lagt.

## 6. FORSLAG FRA MINDRETALL

### Forslag fra Fremskrittspartiet, Høyre og Kristelig Folkeparti:

#### Forslag 1

Stortinget ber Regjeringen fremskynde den varslede gjennomgangen av den aktive forvaltningen, og legge dette frem som egen sak i Stortinget i løpet av høsten 2009.

#### Forslag 2

Stortinget ber Regjeringen så raskt som mulig sette rammer for den aktive forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utlands investeringer som begrenser slik forvaltning til det som er strengt nødvendig av forretningsmessige hensyn inntil det er tatt endelig stilling til framtidig omfang av aktiv forvaltning.

### Forslag fra Fremskrittspartiet og Høyre:

#### Forslag 3

Stortinget ber Regjeringen sørge for at avkastningen i Statens pensjonsfond – Utland rapporteres etter kostnader i henhold til Global Investment Performance Standards (GIPS).

### Forslag fra Fremskrittspartiet:

#### Forslag 4

Stortinget ber Regjeringen legge frem en utredning og vurdering av hvorvidt det er mer hensiktsmessige måter å organisere forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland på, herunder vurdere om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland burde beholdes i Norges Bank, samt vurdere mulige alternativer.

#### Forslag 5

Stortinget ber Regjeringen utrede muligheten for å opprette flere separate forvaltningsfond, eventuelt med ulike mandater og ulik risikoprofil.

#### Forslag 6

Stortinget ber Regjeringen utrede alternative investeringsmuligheter for Statens Pensjonsfond – Utland, med mål om å redusere risiko.

#### Forslag 7

Stortinget ber Regjeringen utrede mulighetene for å etablere et norsk kapitalforvaltermiljø med bakgrunn i investeringene som foretas gjennom Statens pensjonsfond – Utland. Dette kan fortrinnsvis gjøres ved at utenlandske forvalterselskap pålegges å opprette eller utvide sin norske virksomhet.

#### Forslag 8

Stortinget ber Regjeringen pålegge Norges Bank for fremtiden å inngå arbeidsavtaler med sine forvaltere som også inkluderer nedsidebonus. Dette skal også gjelde eksterne forvaltere som NBIM inngår avtale med.

#### Forslag 9

Stortinget ber Regjeringen etablere følgende investeringsstrategi for Statens Pensjonsfond – Utland:

- Aksjer 40 pst. (35 pst. – 45 pst.)
- Obligasjoner 50 pst. (45 pst. – 55 pst.)
- Eiendom (utenom infrastruktur) 10 pst. (5 pst. – 15 pst.)

Det forutsettes at Norges Bank tar hensyn til verdiutviklingen på verdens børser, og at prosessen ikke igangsettes før markedene igjen har tatt seg opp og markedene har stabilisert seg.

#### Forslag 10

Stortinget ber Regjeringen fremme forslag om å opprette et investeringsfond med formål å investere i bedrifter og prosjekter innenfor energi- og miljøsektoren, med spesiell vekt på nyskapende og miljø-

vennlig energiteknologi. Fondet må gjennom sin virksomhet underbygge Norges posisjon som energinasjon.

*Forslag 11*

Stortinget ber Regjeringen foreta en ny gjennomgang av de bedriftene som i dag er utelukket i Statens pensjonsfond – Utlands investeringsportefølje grunnet rigid praksis av de etiske retningslinjene.

**Forslag fra Høyre og Venstre:**

*Forslag 12*

Stortinget ber Regjeringen i forbindelse med neste evaluering av Statens pensjonsfond – Utland at det også foretas en utredning av alternative måter å organisere fondet, herunder spørsmålet om det i fortsettelsen skal være ett eller flere fond.

**Forslag fra Kristelig Folkeparti:**

*Forslag 13*

Stortinget ber Regjeringen utrede og fremme forslag om et investeringsprogram for investeringer i

bærekraftig utvikling i fattige land, med en målsetting om samlet investeringsramme på minimum 10 mrd. kroner.

*Forslag 14*

Stortinget ber Regjeringen ta initiativ til en egen vurdering av selskapers virksomhet i DR Kongo, vurdert opp mot de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland.

**7. KOMITEENS TILRÅDING**

Komiteen viser til meldingen og merknadene og rår Stortinget til å gjøre slikt

v e d t a k :

St.meld. nr. 20 (2008–2009) – om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008 – vedlegges protokollen.

Oslo, i finanskomiteen, den 2. juni 2009

**Reidar Sandal**

leder

**Hans Olav Syversen**

ordfører







