



Innst. S. nr. 228

(2006-2007)

Innstilling til Stortinget fra finanskomiteen

St.meld. nr. 24 (2006-2007)

Innstilling fra finanskomiteen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006

Til Stortinget

1. INNLEDNING

1.1 Sammendrag

Da regjeringen Bratteli fremmet den første omfattende meldingen til Stortinget om innpassing av petroleumsvirksomheten i norsk økonomi, St.meld. nr. 25 (1973-1974) Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn, ble det satt som ambisjon at oljeinntektene i første rekke skulle nyttes til å utvikle "et kvalitativt bedre samfunn". Det ble lagt vekt på å "unngå at resultatet bare blir en rask og ukontrollert vekst i bruken av materielle ressurser uten at samfunnet ellers blir endret". De store petroleumsinntektene vi nå har gir oss en særlig frihet i den økonomiske politikken i forhold til de fleste andre land. Men med en stor formue følger det også et stort forvalteransvar.

Langsiktig forvaltning av petroleumsformuen er et viktig verdivalg og et overordnet hensyn for Regjeringen. En slik forvaltning innebærer at formuen kan komme alle generasjoner til gode. Samtidig gir den et viktig bidrag til stabilitet i produksjon og sysselsetting. Dette er nødvendige forutsetninger for at vi skal kunne virkeliggjøre visjonen om et kvalitativt bedre samfunn med trygghet for den enkelte og solidaritet mellom generasjonene.

Hvis vi hadde lagt opp til å forbruke hele oljeformuen på én generasjon eller to, ville det skapt store omstillinger i næringsstrukturen, og spesielt for dem som arbeider i konkurranseutsatt sektor. På kort sikt kunne disse omstillingsproblemene i stor grad blitt kompensert gjennom offentlige økonomiske bidrag til de som ble rammet. Et slikt opplegg for bruk av oljepenger ville gitt nordmenn enda større muligheter for

materielt forbruk de neste tiårene, samtidig som vi allerede har et av de høyeste forbruksnivåene i verden. Men etter et par tiår ville vi måtte trappe det høye forbruksnivået ned igjen, i takt med fallende innbetalinger fra oljevirksomheten. Uten betydelig fondsoppbygging i utlandet ville avtagende oljeinntekter gitt et økende behov for konkurranseutsatt virksomhet for å finansiere import fra utlandet. Dette ville gitt nye omstillinger, denne gangen ved at arbeidskraft ville måtte trekkes ut av skjermede virksomheter og uten høye oljeinntekter til å lette overgangen. Å spare en betydelig del av den oljeformuen som hvert år blir gjort om til en kontantstrøm, bygger således på de beste solidariske tradisjoner i norsk politikk.

Statens pensjonsfond ble opprettet med virkning fra 1. januar 2006 som en overbygning over det som tidligere var Statens petroleumsfond og Folketrygdfondet. Formålet med Statens pensjonsfond er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter. For å sikre at petroleumsinntektene skal bidra til en stabil utvikling i norsk økonomi, skal inntektene fases inn i økonomien gradvis, samtidig som sparemidlene skal passeres utenfor Norge. Ved at en stor del av petroleumsinntektene investeres i utlandet, bidrar Statens pensjonsfond - Utland til en kapitalutgang som motvirker utslag i kronekursen av en stor og varierende valutainngang fra petroleumssektoren.

Sparingen i pensjonsfondet skjer i form av generell fondsoppbygging. For å legge til rette for at veksten i fondet skal reflektere statens reelle fordringsoppbygging, er fondet fullt ut integrert med statsbudsjettet. Statens pensjonsfond har ikke eget styre eller egen administrasjon.

Finansdepartementet er i pensjonsfondsloven gitt i oppgave å forvalte fondet. Departementet fastsetter pensjonsfondets overordnede investeringsstrategi, prinsippene for etikk og eierskapsutøvelse og følger opp den operative forvaltningen. Statens pensjonsfond

har en lang investeringshorisont. Det er en del av departementets forvalteransvar å sørge for at fondet forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Slik kan også framtidige generasjoner få mest mulig nytte av vår oppsparte kapital. Samtidig har vi som investorer også medansvar for hvordan selskapene fondet er investert i opptrer. Derfor legger Regjeringen vekt på at eierskapet i selskapene fondet er investert i også utøves med sikte på å fremme god og ansvarlig opptreden som respekterer menneskerettigheter og miljø.

Pensjonsfondet er plassert i verdipapirer utstedt av mange forskjellige stater og av selskaper i mange ulike land. Dette gir fondet en god risikospredning. Departementets retningslinjer for hvordan midlene skal investeres bestemmer langt på vei pensjonsfondets forventede avkastning og risiko. Norges Bank og Folketrygdfondet er gitt i oppdrag å forestå den operative forvaltningen av henholdsvis Statens pensjonsfond - Utland og Statens pensjonsfond - Norge innenfor de retningslinjer departementet har trukket opp.

Det er høy grad av åpenhet om forvaltningen av Statens pensjonsfond. Det redegjøres regelmessig til Stortinget om rammeverket for plasseringsvirksomheten og departementets oppfølging av pensjonsfondet. Resultatene i den operative forvaltningen rapporteres også jevnlig av Norges Bank og Folketrygdfondet. Departementet legger vekt på dette for å understøtte troverdigheten og tilliten til fondet og fondskonstruksjonen.

Regjeringen har som mål at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. Det innebærer at en skal sikte mot beste praksis i internasjonal kapitalforvaltning i arbeidet med fondet. Vesentlige avvik fra anerkjent praksis internasjonalt bør kreve en særskilt begrunnelse. Arbeidet med Statens pensjonsfond krever spesialisert kompetanse. Det stiller krav både til departementets ressurser og bruk av eksternt bistand.

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

Statens pensjonsfond er et av verdens største fond, og kapitalen vokser raskt. Fondet er stort i forhold til størrelsen på norsk økonomi, og avkastningen av fondet vil gi vesentlige bidrag til å finansiere statens utgifter i årene framover. Oppmerksomheten om forvaltningen har økt med størrelsen av fondet. Dette understreker betydningen av at pensjonsfondets investeringsstrategi og retningslinjer for etikk og eierskapsutøvelse er godt forankret i Stortinget, og at Regjeringen grundig redegjør for oppfølgingen av den operative forvaltningen. Gjennom en årlig melding til Stortinget vil Regjeringen heretter kunne rapportere om forvaltningen av Sta-

tens pensjonsfond på en mer helhetlig måte. Viktige saker knyttet til forvaltningen av pensjonsfondet vil også kunne legges fram for Stortinget i nasjonalbudsjettene om høsten. I meldingen behandles først og fremst spørsmål knyttet til forvaltningen av midlene i Statens pensjonsfond. Mer generelle spørsmål om forvaltningen av petroleumsinntektene, fondets plass i den samlede økonomiske politikken og hvor mye vi bør bruke av oljeinntektene drøftes i nasjonalbudsjett-dokumentene.

Meldingen er bygget opp som følger:

En oversikt over resultatene i forvaltningen er gitt i kapittel 2. I et særskilt vedlegg til dette kapitlet presenteres mer detaljerte analyser av avkastning og risiko i fondet.

Kapittel 3 redegjør for pensjonsfondets investeringsstrategi, hvor det går fram at Regjeringen legger opp til å øke aksjeandelen i Statens pensjonsfond - Utland fra dagens 40 pst. til 60 pst. Samtidig vil en utvide antallet selskaper i Pensjonsfondet - Utland ved å inkludere segmentet for små børsnoterte selskaper i referanseporteføljen. Det tas også sikte på å endre reguleringen av godkjente markeder og valutaer. I dette kapitlet gis det også en omtale av status for departementets arbeid med å vurdere eiendom og infrastruktur som ny aktivaklasse for Pensjonsfondet - Utland.

Kapittel 4 omhandler etikk og eierskapsutøvelse, hvor det bl.a. gjøres nærmere rede for Norges Banks og Folketrygdfondets eierskapsutøvelse. I kapitlet går det fram at Regjeringen framover vil gjøre gjeldende ev. beslutninger om å utelukke nordiske selskaper fra porteføljen til Statens pensjonsfond - Utland også for Statens pensjonsfond - Norge. Det gis i kapittel 4 også en omtale av den forestående evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland, som Regjeringen har lagt opp til skal gjennomføres i løpet av denne stortingsperioden.

I kapittel 5 vises det til arbeidet med utvikling og oppfølging av det overordnede rammeverket for gjennomføringen av forvaltningen. I tilknytning til denne meldingen fremmer departementet også forslag om at Folketrygdfondet skal etableres som et selvstendig rettssubjekt forankret i egen særlov, jf. Ot.prp. nr. 49 (2006-2007).

Lov om Statens pensjonsfond og forskriftene for forvaltningen av fondet med utfyllende bestemmelser følger som vedlegg til denne meldingen. Vedlagt følger også Norges Banks, Strategirådets og Etikkrådets tilråding og vurderinger vedrørende de foreslåtte endringene i investeringsstrategien for Statens pensjonsfond - Utland. Norges Banks og Folketrygdfondets årsrapporter for forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006 følger som utrykte vedlegg.

1.2 Komiteens merknader

Komiteen, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Marianne Aasen Agdestein, Alf E. Jakobsen, Rolf Terje Klungland, Torgeir Micaelsen, lederen Reidar Sandal og Eirin Kristin Sund, fra Fremskrittspartiet, Gjermund Hagesæter, Ulf Leirstein,

Jørund Rytman og Christian Tybring-Gjedde, fra Høyre, Svein Flåtten, Peter Skovholt Gitmark 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 og viser til de respektive merknader nedenfor.

Komiteen viser videre til behandlingen av Ot.prp. nr. 49 (2006-2007), jf. Innst. O. nr. 77 (2006-2007).

2. RESULTATER I FORVALTNINGEN

2.1 Sammendrag

Verdien av Statens pensjonsfond var 1 890,6 mrd. kroner ved utgangen av 2006. Økningen på 309,1 mrd. kroner fra året før skyldes tilførsel av nye midler, meget god avkastning i aksjemarkedene, relativt lav avkastning i obligasjonsmarkedene og meravkastning i den operative forvaltningen. En viss styrking av kronen målt mot Statens pensjonsfond - Utlands valutakurv bidro negativt, men for utviklingen i internasjonal kjøpekraft er endringer i kronekursen ikke relevant.

Verdien av Statens pensjonsfond - Utland og Statens pensjonsfond - Norge var henholdsvis 1 783,7 og 106,9 mrd. kroner ved utgangen av 2006. Dette er en økning på 393,6 mrd. kroner for utenlandsdelen av fondet siden utgangen av 2005, mens verdien av Statens pensjonsfond - Norge ved utgangen av 2006 var lavere enn ved inngangen av året som følge av at kontolånsordningen ble avvirket. Av verdiøkningen i Statens pensjonsfond - Utland skyldes 288,3 mrd. kroner tilførsel av ny kapital fra statsbudsjettet. Samlet for årene 1996-2006 er Pensjonsfondet - Utland tilført 1 440,6 mrd. kroner.

Den meget positive utviklingen i verdien av Statens pensjonsfond i 2006 har sammenheng med flere faktorer. Markerte lettelse i pengepolitikken i mange land i perioden 2000-2003 har, sammen med økt deltakelse i verdenshandelen fra land som Kina og India, stimulert den økonomiske veksten, og inntjeningen i foretakene har vært høy. Samtidig har inflasjonen holdt seg lav. Forholdene har dermed ligget til rette for bred oppgang i aksjemarkedene. Oppgangen på Oslo Børs har de siste årene vært særlig sterk, og må bl.a. ses i sammenheng med økte oljepriser. De siste par årene har det imidlertid funnet sted en gradvis tilstramming av amerikansk og europeisk pengepolitikk, og obligasjonsrentene har steget.

I tråd med forutsetningene i kapittel 3 i meldingen synes forventet meravkastning av aksjer i forhold til risikofrie plasseringer ("aksjepremien") nå å være relativt lav i historisk sammenheng. Forholdet mellom pris og inntjening i det amerikanske aksjemarkedet er fortsatt på et relativt høyt nivå i historisk sammenheng (korrigert for inflasjon og glattet over konjunktursyklus). Dette kan være en indikasjon på en relativt lav forventet aksjepremie, selv om dagens rentenivå og forventet inntjeningsvekst også bidrar til å trekke opp forholdet mellom pris og inntjening. Avkastningen i det globale aksjemarkedet har de siste årene ligget klart

over anslagene for langsiktig aksjeavkastning i meldingens kapittel 3.

Statens pensjonsfond - Utland utgjorde 1 783,7 mrd. kroner ved utgangen av 2006. Verdien av aksjeporteføljen var 725,9 mrd. kroner, mens 1 057,8 mrd. kroner var plassert i renteinstrumenter. Dette tilsvarte en fordeling på henholdsvis 40,7 og 59,3 pst. av den samlede porteføljen i Statens pensjonsfond - Utland.

Avkastningen av Statens pensjonsfond - Utland var i 2006 7,9 pst. målt i utenlandsk valuta når avkastningen i enkeltvalutaer vektet sammen i samsvar med fondets referanseportefølje. Avkastningen av aksjeporteføljen var 17,0 pst. og avkastningen av renteporteføljen 1,9 pst. Målt i norske kroner hadde fondet i fjor en avkastning på 5,9 pst. Fra 1997 til utløpet av 2006 var den gjennomsnittlige årlige avkastningen 6,5 pst. målt i utenlandsk valuta, mens realavkastningen etter forvaltningskostnader var 4,6 pst.

Avkastningen av Statens pensjonsfond - Utland avhenger i stor grad av markedsutviklingen i referanseporteføljen departementet har fastsatt, jf. kapittel 3 i meldingen. Referanseporteføljen er en bredt sammensatt portefølje av aksjer og obligasjoner som er spredt over mange regioner og sektorer. Avkastningen av referanseporteføljen gjenspeiler følgelig den generelle utviklingen i de internasjonale verdipapirmarkedene. Av resultatanalysen vedlagt dette kapitlet vises det at beslutningene knyttet til fastsettingen av fondets strategi, som operasjonaliseres gjennom utformingen av referanseporteføljen, har bestemt mellom 90 og 95 pst. av avkastningen i fondet.

I forvaltningen av fondet har Norges Bank anledning til å avvike fra referanseporteføljen innenfor en risikoramme. Bidraget fra denne aktive forvaltningen måles løpende ved at fondets verdiutvikling sammenliknes med utviklingen i referanseporteføljen. I 2006 var avkastningen av Pensjonsfondet - Utland 0,15 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljens avkastning. Dette tilsvarer om lag 2,5 mrd. kroner. Aksjeporteføljen hadde isolert sett en mindreavkastning på 0,05 prosentpoeng, mens det var en meravkastning i renteporteføljen på 0,24 prosentpoeng. Faktisk avvik fra referanseporteføljen i 2006 tilsvarte til 0,37 pst. relativ volatilitet.

Det er ved evaluering av en kapitalforvalters prestasjoner vanlig å benytte en tidshorisont på flere år, og i resultatanalysen har departementet både vurdert meravkastningen siste tre år og for perioden 1998-2006, dvs. i hele perioden fondet har hatt adgang til å investere i aksjer. Som gjennomsnitt over perioden 2004-2006, har meravkastningen i Statens pensjonsfond - Utland vært på 0,58 prosentpoeng, mens fondet siden 1998 har hatt en meravkastning på i gjennomsnitt 0,48 prosentpoeng. Siden begynnelsen av 1998 har aksjeforvaltningen bidratt med om lag to tredeler av den samlede meravkastningen. Akkumulert meravkastning har vært på til sammen 29 mrd. kroner. I samme periode har årlig relativ volatilitet for Statens pensjonsfond - Utland vært 0,38 pst.

Årlig mottar departementet rapporter fra Mercer Investment Consulting, CEM Benchmarking Inc. og

WM Performance Services vedrørende forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland, jf. boksene 2.2 - 2.4 i meldingen. Departementet har gitt Mercer i oppdrag å verifisere og analysere avkastningen av Pensjonsfondet - Utland. Mercer viser i årsrapporten for 2006 at deres uavhengige beregninger av avkastning og markedsverdi for fondet stemmer overens med Norges Banks beregninger. Analysene av avkastningen indikerer bl.a. at deler av den meravkastningen Norges Bank har oppnådd kan forklares av noen faktorer, som markedsutvikling, avkastningen av små selskaper og av "vekst- og verdiskaper". Finansdepartementet vil bl.a. på bakgrunn av disse resultatene, videreutvikle faktoranalyser i arbeidet med å evaluere forvaltningen av Statens pensjonsfond.

Sammenlikning av Pensjonsfondet - Utlands resultater med andre store institusjonelle forvaltere er en viktig del av analysene av Norges Banks aktive forvaltning. I analysene fra CEM er meravkastningen i Pensjonsfondet - Utland på linje med sammenliknbare fond, mens analysene fra WM Performance Services viser at meravkastningen er høyere enn for andre fond. Begge analysene viser at den relative volatiliteten er klart lavere enn hva som er tilfellet for andre fond. Slike sammenlikninger blir vanskelig gjort ved at muligheten til å skape meravkastning vil variere med hvilke investeringsrammer og -retningslinjer fondene er gitt. Både Pensjonsfondet - Utland og andre fond har referanseporteføljer som ikke inneholder alle de typer aktiva som fondene kan investeres i. Det er normalt lettere å oppnå meravkastning i forhold til en slik referanse enn om man skulle målt avkastningen mot en mer sammensatt referanse som bedre reflekterer verdiutviklingen i alle typer aktiva fondet kan investeres i.

Det er også krevende å finne den mest relevante sammenlikningsgruppen. Datagrunnlaget til både WM Performance Services og CEM er omfattende, men forskjellig. CEM dekker f.eks. ikke fond i Storbritannia, mens dette utgjør hoveddelen av fondene i datagrunnlaget til WM Performance Services. En annen forskjell er at de fleste av verdens største pensjonsfond er med i CEM-undersøkelsen. I markedsverdi er CEM-fondene derfor større og mer sammenliknbare med Pensjonsfondet - Utland. En tredje forskjell er at over 25 pst. av fondene i WM Performance Services er livselskaper, mens denne type fond ikke inngår i CEM-undersøkelsen. Ulike typer fond kan prestere forskjellig. En CEM-studie viser f.eks. at amerikanske pensjonsfond fra 1992 til 2004 skapte høyere meravkastning enn amerikanske verdipapirfond.

Et spesielt trekk med Pensjonsfondet - Utland sammenliknet med andre fond er imidlertid de store tilførselene av ny kapital. WM Performance Services peker på at de fleste store fond blir tilført mindre enn 5 pst. av inngangsverdien i løpet av ett år, mens Pensjonsfondet - Utland i 2006 ble tilført over 20 pst. av verdien ved begynnelsen av året. WM Performance Services skriver at å investere så mye kapital, både i absolutte termer og i forhold til fondets størrelse, gjør det mer krevende å skape meravkastning.

Verdien av Statens pensjonsfond - Norge utgjorde 106,9 mrd. kroner ved utgangen av 2006. Verdien av aksje- og renteporteføljen var ved årsskiftet henholdsvis 63,4 og 43,5 mrd. kroner. Dette tilsvarte en fordeling på henholdsvis 59,3 og 40,7 pst. av den samlede porteføljen i Statens pensjonsfond - Norge.

Avkastningen av Statens pensjonsfond - Norge var i 2006 11,7 pst. Avkastningen av fondets norske og nordiske egenkapitalplasseringer var på henholdsvis 32,1 pst. og 24,1 pst., mens avkastningen av renteplasseringene var 1,3 pst. Fra 1997 til utløpet av 2006 var gjennomsnittlig årlig avkastning 7,1 pst.

For Statens pensjonsfond - Norge har departementet fastsatt overordnede plasseringsrammer, mens den mer detaljerte referanseporteføljen for måling av avkastning og risiko er fastsatt av Folketrygdfondets styre, jf. omtale i kapittel 5.3 i meldingen. Avkastningen av Statens pensjonsfond - Norge, som i hovedsak er investert i det norske verdipapirmarkedet, avhenger i stor grad av markedsutviklingen i referanseporteføljen.

Avviket mellom avkastningen i den faktiske porteføljen og referanseporteføljen kan i hovedsak tilskrives investeringsbeslutninger i Folketrygdfondet. I 2006 var avkastningen av Pensjonsfondet - Norge 1,13 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljens avkastning. Meravkastningen kan i hovedsak knyttes til at fondet har hatt en lavere renterisiko (durasjon) i porteføljen i en periode med stigende markedsrenter og en større andel aksjer enn hva som følger av referanseindeksen. Renteporteføljen hadde isolert sett en meravkastning i fjor på 0,62 prosentpoeng, mens den norske og nordiske aksjeporteføljen hadde en mindreavkastning på henholdsvis 0,36 og 1,14 prosentpoeng. Det faktiske avviket fra referanseporteføljen svarte i 2006 til 0,8 pst. relativ volatilitet. Pensjonsfondets renteportefølge har endret karakter vesentlig fra 2006 som følge av utviklingen av kontolånsordningen, og departementet er kjent med at Folketrygdfondet har gjort endringer i opplegget rundt den operative forvaltningen av nordiske aksjer med sikte på å bedre resultatene.

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

I perioden 1998-2006 har Folketrygdfondets resultater samlet sett vært tilfredsstillende og om lag på linje med referanseporteføljen for Pensjonsfondet - Norge. Det har vært en meravkastning i forvaltningen av norske aksjer, mens det har vært mindreavkastning i renteforvaltningen og forvaltningen av nordiske aksjer. I treårsperioden 2004-2006 har årlig mindreavkastning for totalporteføljen vært i gjennomsnitt 0,97 prosentpoeng. I periodene 1998-2006 og 2004-2006 har årlig relativ volatilitet vært 1,3 pst.

Det har i perioden 1998-2006 isolert sett vært en gjennomsnittlig årlig meravkastning i den norske aksjeporteføljen på 1,0 prosentpoeng, mens denne porteføljen har vist en årlig mindreavkastning i perioden

2004-2006 svarende til 3,62 prosentpoeng. Resultatanalysene i vedlegget til dette kapitlet viser at det er en tendens til at Folketrygdfondets norske aksjeportefølje gjør det bedre enn referanseporteføljen i perioder med svak utvikling på Oslo Børs og noe svakere enn referanseporteføljen i de perioder der kursoppgangen er sterk. Analysen viser også at variasjonene i referanseporteføljens avkastning forklarer om lag 93 pst. av variasjonene i fondets avkastning. Risikoen i Statens pensjonsfond - Norge, målt ved årlig standardavvik til avkastningen, har siden 1998 vært 4,3 pst. målt nominelt i norske kroner.

På samme måte som i oppfølgingen av Norges Banks forvaltning, vil departementet framover vurdere bruk av eksterne konsulenter for å gjennomgå ulike sider ved Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond - Norge.

Etter avviklingen av kontolånsordningen utgjør aksjeporteføljen en større andel av totalporteføljen enn tidligere. En må følgelig være forberedt på større årlige svingninger i den samlede avkastningen av Pensjonsfondet - Norge framover enn det en har erfart til nå.

Det vises til meldingen for nærmere omtale av forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank vedrørende den godtgjøringen Norges Bank skal motta for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland. Det vises videre til meldingen for omtale av Folketrygdfondets kostnader i forvaltningen av Statens pensjonsfond - Norge.

2.2 Komiteens merknader

Komiteen tar omtalen til orientering, og viser for øvrig til merknader under kapittel 5 nedenfor.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet viser til at forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland settes bort til utenlandske forvaltningselskap. Disse medlemmer mener dette er en lite fornuftig måte 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 utnytte vår nye ressurs til også å bygge opp et ledende kapitalforvaltermiljø. Disse medlemmer påpeker at dette kan gjøres ved at det stilles krav til utenlandske forvalterselskap om at selskap etablerer virksomhet i Norge eller at eksisterende virksomhet utvides. Dette samtidig som selskapene samtidig forplikter seg til å skolere norske forvaltere. Dersom en slik strategi iverksettes vil Norge kunne bli etablert som Nordens finanskapital. En slik oppbygging av kapitalforvaltermiljøet i Norge bør ikke nødvendigvis kun skje i Oslo, men bør også inkludere enkelte andre større norske byer. Konsekvensen av ovennevnte strategi vil være at også relaterte næringer vil finne det interessant å etablere seg i Norge.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

"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."

3. INVESTERINGSSTRATEGI

3.1 Innledning

3.1.1 Sammendrag

Statens pensjonsfond ble opprettet i 2006 som en overbygning over det som tidligere var Statens petroleumsfond og Folketrygdfondet. Formålet med Statens pensjonsfond er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter. For å sikre at petroleumsinntektene skal bidra til en stabil utvikling i norsk økonomi, skal inntektene fases inn i økonomien gradvis, samtidig som sparemidlene skal plasseres utenfor Norge. Sparing i pensjonsfondet skjer i form av generell fondsoppbygging. For å legge til rette for at veksten i fondet skal reflektere statens reelle fordringsoppbygging, er fondet fullt ut integrert med statsbudsjettet. Det er således ikke stilt krav om at kapitalen i pensjonsfondet til enhver tid skal svare til en bestemt andel av statens pensjonsforpliktelser i folketrygden. Dette gir pensjonsfondet en større evne til å tåle mer kortsiktige avkastningssvingninger i verdipapirmarkedet enn mange andre fond.

Mens kapitalen i Statens pensjonsfond bare kan brukes én gang, kan realavkastningen brukes hvert år uten at formuesverdien reduseres. Gjennom handlingsregelen for budsjettpolitikken skal statens petroleumsinntekter fases inn i økonomien om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning av Statens pensjonsfond - Utland. Dette støtter opp om at pensjonsfondets kjøpekraft opprettholdes over tid og bidrar til at det kan legges til grunn en lang horisont for investeringene til fondet.

Det er bred politisk enighet om at pensjonsfondet skal forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat nivå på risiko. Finansdepartementet har fastsatt en langsiktig investeringsstrategi som sikrer at midlene investeres i en bredt sammensatt portefølje av verdipapirer fra mange land. Fondets lange investeringshorisont medfører at andelen investert i ulike aktivaklasser og geografiske regioner kan fastsettes etter vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt.

Finansdepartementets valg av investeringsstrategi er avgjørende for pensjonsfondets forventede avkastning og risiko, og representerer en avveining mellom dem. Pensjonsfondet skal være en finansiell investor, og ikke et redskap for strategisk eierskap i enkeltelskaper. Fondet har god risikospredning gjennom å være plassert i verdipapirer utstedt av mange forskjellige stater og av selskaper i mange ulike land. Det legges vekt på bred politisk enighet om investeringsstrategien til fondet, og høy grad av åpenhet om forvaltningen av

midlene. Dette understøtter troverdigheten og tilliten til fondet.

Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond er gitt av de overordnede plasseringsrammene og referanseporteføljene for henholdsvis Statens pensjonsfond - Utland og Statens pensjonsfond - Norge. Referanseporteføljene for Statens pensjonsfond er bygget opp av aksje- og obligasjonsindekser fra ulike land. Disse indeksene inneholder representative utvalg av verdipapirer, og utviklingen i indeksene reflekterer i stor grad markedsutviklingen i landene. Avkastningen av Statens pensjonsfond vil i stor grad følge markedsutviklingen til de verdipapirene som inngår i referanseporteføljene. Beregninger i kapittel 2 i meldingen viser at 90-95 pst. av avkastningen i Statens pensjonsfond - Utland har vært bestemt av de valg Finansdepartementet har gjort ved sammensetningene av referanseporteføljen, mens de resterende 5-10 pst. er bestemt av de investeringsvalg Norges Bank har foretatt innenfor de retningslinjene som departementet har fastsatt.

Statens pensjonsfond er i hovedsak investert i børsnoterte aksjer og obligasjoner. Aksjeinvesteringer representerer eierandeler i produksjon av varer og tjenester og verdien av investeringene vil derfor bl.a. reflektere forventningene om bedriftenes framtidige overskudd. Obligasjonsinvesteringer gir utstederen et lån som skal tilbakebetales til obligasjonsinnehaveren sammen med en på forhånd fastsatt rente. Statens pensjonsfond - Utland er i sin helhet investert i utlandet, og det er avkastningen i internasjonal valuta som er relevant når en skal måle utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft. Statens pensjonsfond - Norge er i hovedsak investert innenlands, og avkastningen måles i norske kroner. Norges Bank og Folketrygdfondet søker å oppnå en høyere avkastning enn det som følger av referanseporteføljene for henholdsvis Statens pensjonsfond - Utland og Statens pensjonsfond - Norge.

Finansdepartementet har fastsatt et investeringsunivers for Statens pensjonsfond som favner bredere enn referanseporteføljene. Samtidig er det fastsatt en ramme for hvor mye forvalterne kan avvike fra referanseporteføljen i form av en øvre grense for relativ volatilitet. Ved å foreta investeringer i verdipapirer som ikke omfattes av referanseporteføljen, trekker Norges Bank og Folketrygdfondet på rammen for relativ volatilitet for å oppnå en meravkastning. Den risikoen som tas i den aktive forvaltningen har i liten grad økt fondets risiko ut over det som følger av referanseporteføljene til de to delene av Statens pensjonsfond. Rundt 99 pst. av svingningene i Statens pensjonsfond - Utlands avkastning kan tilskrives valget av referanseportefølge. For Statens pensjonsfond - Norge har variasjonene i referanseporteføljens avkastning forklart om lag 93 pst. av variasjonene i fondets avkastning.

Finansdepartementet foretar jevnlig gjennomganger av Pensjonsfondens investeringsstrategi. I de regelmessige gjennomgangene vurderes ev. ny informasjon opp mot tidligere beslutningsgrunnlag, og det legges særlig vekt på å vurdere de valg som har vesentlig betydning for forventet avkastning og risiko. Arbeidet baseres bl.a. på forventninger om avkastning og risiko på lang sikt. I arbeidet med den langsiktige, overordnede

investeringsstrategien til Statens pensjonsfond - Utland benytter Finansdepartementet seg av råd fra bl.a. Norges Bank og Finansdepartementets strategiråd. Ressursinnsatsen i Finansdepartementets arbeid med Statens pensjonsfond er styrket de siste årene, og fra høsten 2006 er det en egen avdeling for formuesforvaltning som er ansvarlig for arbeidet med fondets rammeverk, den langsiktige investeringsstrategien og oppfølgingen av Norges Bank og Folketrygdfondet.

Det vises til meldingen for nærmere omtale av investeringsstrategiene for Statens pensjonsfond - Utland og Statens pensjonsfond - Norge.

3.1.2 Komiteens merknader

Komiteen tar omtalen av investeringsstrategiene til orientering.

Komiteen, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, støtter Regjeringens arbeid for å bedre forholdet mellom avkastningen og risiko i Statens pensjonsfond, og viser til merknader nedenfor der endringsforslagene omtales.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet deler Regjeringens betraktninger om at kapitalen i Statens pensjonsfond kun kan benyttes én gang, mens realavkastningen kan brukes hvert år uten at formuesverdien reduseres. Et slikt resonnement betyr derimot ikke at en slik bruk av petroleumsinntektene nødvendigvis er den mest samfunnsøkonomiske. Disse medlemmer understreker derfor at investeringer i realkapital i form av nasjonal infrastruktur i svært mange tilfeller vil gi en langt høyere avkastning på sikt enn passivt eierskap i utenlandske bedrifter. Investeringer i eksempelvis samferdselsprosjekter og forskning og teknologiutvikling innenfor petroleumsnæringen vil kunne danne grunnlag for økt økonomisk vekst, og samtidig sikre oss et bedre grunnlag for alternative næringsveier den dagen olje- og gassforekomstene er ferdig utnyttet.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen opprette et infrastrukturfond, pålydende 300 mrd. kroner. Avkastningen øremerkes veginvesteringer med 70 pst., jernbane- og kollektivtiltak, inkludert bussbasert kollektivtrafikk 25 pst. og bredbånd 5 pst. Fondet etableres over tre år hvor 100 mrd. kroner av årlige inntekter fra petroleumsvirksomheten avsettes inntil fondet er fullfinansiert. Fondet skal følge de samme investeringsprinsipper som Statens pensjonsfond - Utland."

"Stortinget ber Regjeringen opprette et fond for energi- og petroleumsforskning pålydende 10 mrd. kroner. Fondet skal bidra til å sikre nødvendig teknologisk forskning og utvikling og sikre den globale konkurranseevnen i næringen."

3.2 Aksjeandelen i Statens pensjonsfond - Utland

3.2.1 Sammendrag

Forskriften for forvaltning av Statens petroleumsfond ble første gang presentert i Revidert nasjonalbud-

sjett 1996. I tråd med forskriften skulle Petroleumsfondet plasseres i statsobligasjoner etter omtrent samme retningslinjer som gjaldt for Norges Banks valutareserver.

Framskrivninger av statsfinansene i Langtidsprogrammet 1998-2001 (St.meld. nr. 4 (1996-1997)) indikerte at fondet ville bli større enn tidligere anslått, samt at det ville ta lengre tid før det ble nødvendig å tære på fondet. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 var det derfor naturlig å vurdere om det burde legges til grunn en lengre investeringshorisont. På denne bakgrunn ble det vurdert å utvide investeringsalternativene til også å omfatte aksjer. I meldingen konkluderte regjeringen Jagland med følgende:

"Regjeringen vil på denne bakgrunn sikte på å åpne for at deler av petroleumsfondet kan investeres i egenkapitalinstrumenter. Det legges opp til at det vil bli presentert nye retningslinjer høsten 1997, som vil tre i kraft fra 1. januar 1998.

Det er nødvendig å vurdere nærmere hvor stor andel av fondet som bør kunne investeres i aksjer. Blant langsiktige investorer internasjonalt er det en del variasjon når det gjelder hvilken andel aksjer utgjør av porteføljen. En aksjeandel på i størrelsesorden 30-70 pst. kan se ut til å være utbredt blant denne type investorer. Etter departementets foreløpige vurdering bør aksjeandelen i petroleumsfondets portefølje i denne omgang ligge i området 30-50 pst. En vil vurdere spørsmålet nærmere fram mot fastsettelsen av nye retningslinjer."

I Revidert nasjonalbudsjett 1997 ble det pekt på at man i en slik vurdering må foreta en avveining mellom forventet avkastning og risiko. Det ble lagt til grunn at målsettingen for forvaltningen av fondet prinsipielt bør være å plassere midlene slik at fondets internasjonale kjøpekraft er størst mulig rundt det tidspunktet det er sannsynlig at man må tære på fondet, hensyn tatt til en akseptabel risiko. Det ble videre vist til at det er av mindre betydning at fondets avkastning vil variere fra ett år til et annet.

Et flertall i Stortingets finanskomité sluttet seg til de prinsippene for nye retningslinjer for forvaltningen av Statens petroleumsfond som ble trukket opp i Revidert nasjonalbudsjett 1997. Ny forskrift for forvaltningen av Petroleumsfondet ble presentert for Stortinget høsten 1997 i Nasjonalbudsjettet 1998. Referanseporteføljens aksjeandel ble fastsatt til 40 pst. Samtidig ble det fastsatt et tillatt intervall for aksjeandelen på 30-50 pst. av fondet.

I Nasjonalbudsjettet 1998 ble det videre - bl.a. på bakgrunn av at det i de foregående årene hadde vært en sterk oppgang på flere av de store aksjebørsene internasjonalt - drøftet om tidspunktet for å fase aksjer inn i fondet var riktig. I meldingen heter det:

"En kan ikke utelukke at den langsiktige oppgangsperioden blir avløst av en periode med nedgang i aksjekursene. Tar en imidlertid utgangspunkt i at all tilgjengelig informasjon er innbakt i aksjekursene, kan den langvarige oppgangen på enkelte børser i seg selv ikke gi informasjon om hvorvidt man nå står overfor et godt eller dårlig investerings tidspunkt. Historiske erfaringer tilsier at det med lang investeringshorisont har mindre betydning hvilket investerings tidspunkt man velger enn om investeringshorisonten er kort. Når man går inn

i aksjemarkedet i flere posjoner over lengre tid, gjør det at man sprer risikoen knyttet til hvorvidt man går inn i markedet på tidspunktet som i ettertid vil framstå som gunstige eller ugunstige. I tillegg kommer at petroleumsfondet vil vokse i årene framover. Dersom en skulle utsette innfasingen av aksjer i porteføljen, ville det gjøre at en måtte kjøpe tilsvarende større beløp senere, uten at en kunne være sikker på om det ville være et bedre tidspunkt. Langsiktige vurderinger kan således tilsi at petroleumsfondets aksjeportefølje bør økes jevnt i tråd med økningen i fondets størrelse."

Aksjeandelen ble sist vurdert i Nasjonalbudsjettet 2004. I meldingen ble det vist til de store svingningene i aksjemarkedet siden fondet begynte å investere i aksjer. Det ble understreket at de forhold som inngikk i beslutningsgrunnlaget da aksjer ble innført i 1997, ikke hadde endret seg og at fondets formål tilsier at en ikke bør legge særlig vekt på kortsiktige svingninger i avkastningen. I meldingen heter det:

"Norges Bank konkluderer i sitt brev av 28. august i år med at beslutningsgrunnlaget ikke er blitt endret vesentlig, jf. over. Departementet deler denne vurderingen. Selv om svingningene i avkastning har vært sterke ut fra den informasjonen en hadde i 1997, har ikke avkastningen ligget utenfor det mulighetsområdet som ble skissert som bakgrunn for avgjørelsen om 30-50 pst. aksjeandel.

Aksjeandelen i Petroleumsfondet ble sist drøftet i Nasjonalbudsjettet 2002. En tilrådde da å se dette i en bredere sammenheng. Dagens aksjeandel på 30-50 pst. ligger etter departementets mening nært opp til det som oppfattes som en akseptabel risiko for fondet. Selv om en høyere aksjeandel vil gi høyere forventet avkastning, må man ved en økning av andelen i så fall også akseptere at risikoen for større variasjoner i avkastningen vil øke.

Etter en samlet vurdering ser ikke departementet sterke grunner for en økt aksjeandel nå. En legger derfor opp til at dagens andel på 30-50 pst. videreføres. Innenfor dette intervallet kan Norges Bank endre aksjeandelen dersom de finner det hensiktsmessig ut fra en vurdering av markedsutviklingen og samtidig holder seg innenfor sin samlede risikoramme."

NORGES BANKS OG STRATEGIRÅDETS TILRÅDING

Fondskapitalen er blitt vesentlig større enn det en så for seg da aksjeandelen ble fastsatt i 1997 og i forhold til det en så for seg da aksjeandelen sist ble vurdert i Nasjonalbudsjettet 2004. Utgangspunktet for investeringsvalgene i Statens pensjonsfond ligger likevel fast. Det er bred politisk enighet om at risikoen skal være moderat, men også at en skal søke å oppnå en høyest mulig avkastning. I likhet med tidligere vurderinger er det en lang horisont på investeringene. Mens man i 1997 så for seg at det ville bli nødvendig å tære på realverdien av fondet, tilsier retningslinjene for budsjettpolitikken etablert i 2001, at bruken over tid svarer til fondets realavkastning. Det støtter opp om at en i vurderingen av hva som er en akseptabel risiko bør legge vekt på svingningene i fondets avkastning over perioder på mange år, og at utviklingen fra ett år til et annet er av mindre betydning. I likhet med i tidligere vurderinger er det også nå relevant å vurdere investeringsvalgene i Statens pensjonsfond - Utland opp mot de valgene som er tatt i andre store fond.

Det har hele tiden vært bred politisk enighet om fondets investeringsstrategi. Da aksjeandelen i fondet ble satt til 40 pst. i 1997, var det likevel enkelte partier på Stortinget som argumenterte mot å investere i aksjer. Motargumentene den gang var særlig knyttet til fraværet av etiske retningslinjer og betenkeligheter rundt at risikoen i fondet ville øke. Etter departementets syn er det flere grunner til at vurderingen av hva som er en akseptabel risiko i fondet nå kan være en annen. Erfaringer og lærdom med investeringer i aksjer kan ha endret synet på hva som er akseptabel risiko for fondets investeringer. Retningslinjene for finanspolitikken er utformet slik at større endringer i fondskapitalen ikke slår direkte inn i finanspolitikken på kort sikt, og erfaringene med aksjeinvesteringer siden 1998 har bl.a. vist at en har klart å håndtere store svingninger i avkastningen. Det er også fastsatt etiske retningslinjer for investeringene i fondet. Det etiske grunnlaget for fondet fremmes gjennom utelukkelse av enkeltelskaper og eierskapsutøvelse i de selskapene fondet er investert i. I en ny vurdering av aksjeandelen er det også relevant at man siden fondssparingen tok til har opparbeidet en betydelig kompetanse knyttet til forvaltning av aksjer og fått erfaring med svingende resultater i porteføljen fra år til år.

Andelen av fondet som investeres i aksjer er den viktigste enkeltbeslutningen for å bestemme risikotakningen i fondet. Arbeidet med å vurdere fondets aksjeandel står derfor sentralt i departementets arbeid med fondets investeringsstrategi. I Revidert nasjonalbudsjett 2006 varslet departementet at en ville komme tilbake med en ny vurdering av fondets aksjeandel, og at gjennomgangen bl.a. ville bygge på innspill fra Norges Bank og Strategirådet.

I Nasjonalbudsjettet for 2007 omtalte Finansdepartementet de to tilrådingene en da hadde mottatt fra Norges Bank og Strategirådet om å øke aksjeandelen i fondet. Norges Bank skrev i brev til Finansdepartementet av 10. februar 2006:

"En samlet vurdering av de historiske erfaringer og den markedsforståelse vi nå har tilsier etter Norges Banks mening at aksjeandelen i Statens pensjonsfond - Utland bør økes. Finansdepartementet bør vurdere den forventede gevinsten ved 50 eller 60 prosent aksjeandel i forhold til økningen i risiko".

Strategirådet skrev i brev til Finansdepartementet av 2. juni 2006:

"På grunnlag av Norges Banks egne analyser og modellberegninger, samt våre egne undersøkelser og gjennomgang av relevant faglitteratur, vil rådet anbefale at aksjeandelen i referanseporteføljen til SPU settes opp til 60 prosent".

For en nærmere redegjørelse av de to rådene fra Norges Bank og Strategirådet vises det til omtalen i Nasjonalbudsjettet 2007. I tilknytning til dette skrev departementet bl.a.:

"Tilrådingene bygger på et stort utredningsmateriale, og departementet ønsker å vurdere dette viktige spørsmålet nærmere for å sikre at alle sider av saken er tilstrekkelig belyst."

Med bakgrunn i rådgivningsavtalen med Finansdepartementet har Norges Bank gjennomført en ny gjennomgang av investeringsstrategien i Statens pensjonsfond - Utland i 2006. Analysen er dokumentert i Norges Banks Strategirapport for Statens pensjonsfond - Utland og i brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 20. oktober 2006. I brevet gjentar Norges Bank bl.a. anbefalingen om å øke aksjeandelen i fondet:

"Norges Bank har i brev av 10. februar i 2006 anbefalt at departementet øker aksjeandelen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond - Utland. I den oppdaterte analysen vi nå har gjennomført bekreftes de resultater som lå til grunn for anbefalingen: En høyere aksjeandel vil øke både forventet avkastning og volatiliteten i avkastningen. Bytteforholdet mellom forventet avkastning og volatilitet framtrer som attraktivt på lang sikt. Risikoen for negativ akkumulert realavkastning øker noe, men det er høy sannsynlighet for at økt aksjeandel vil være lønnsom. Dersom vi ser på en betinget sannsynlighetsfordeling finner vi at det forventede tapet, gitt at økt aksjeandel ikke viser seg å bli lønnsom, er forholdsvis beskjedent."

Brevet fra Norges Bank følger som vedlegg til meldingen og er tilgjengelig på www.finansdepartementet.no.

DEPARTEMENTETS VURDERING

Det finnes ikke noen fasit på hva som er en riktig aksjeandel. I stedet må valget av aksjeandel bygge på en avveining mellom forventet avkastning og risiko knyttet til ulike investeringsvalg. Denne avveiningen er for pensjonsfondets vedkommende i siste instans en politisk beslutning. Finansdepartementet har innhentet råd der forventet avkastning og risiko ved ulike investeringsvalg er begrunnet og beregnet. Det er gjort beregninger av konsekvensene for pensjonsfondets avkastning og risiko basert på historisk avkastning tilbake til år 1900. I tillegg er det gjort modellberegninger av hva konsekvensen kan forventes å bli i neste 15-årsperiode basert på andre forutsetninger enn de som følger av historisk avkastning, jf. boks 3.3 og 3.4 i meldingen. I avveiningen mellom forventet avkastning og risiko er også erfaringene med fondet siden 1998, da fondet første gang investerte i aksjer, relevante. I deler av denne perioden har svingningene i aksjemarkedet historisk sett vært store. 1999 var et av de beste årene i aksjemarkedet de siste 107 årene, og 2002 var det nest dårligste året siden 1900. Erfaringene var likevel at disse svingningene var håndterbare. Bred politisk forankring av beslutningen om aksjeandel og en utforming av retningslinjene for finanspolitikken som ga nødvendig fleksibilitet til å håndtere slike situasjoner, var viktig i den sammenheng.

Hele 40 av de siste 107 årene har gitt negativ realavkastning for obligasjoner, mot 29 av de siste 107 år for aksjer. Fondet har siden 1998 erfart noen av de beste årene i obligasjonsmarkedet siden 1900. Likevel har fondet siden 1998 tjent om lag 100 mrd. kroner på å investere 40 pst. av kapitalen i aksjer framfor i obligasjoner.

Det vises til meldingen for nærmere vurdering av virkningen på forventet avkastning og på risiko, aksjeandelen, samt endringer i retningslinjene.

De overordnede investeringsvalgene er av avgjørende betydning for fondets forventede avkastning og risiko. Avveiningen mellom risiko og forventet avkastning er en politisk beslutning. Det er nå etablert et omfattende og grundig beslutningsgrunnlag basert på departementets eget arbeid og råd fra Norges Bank og Strategirådet. Etter en samlet vurdering av dette beslutningsmaterialet har Regjeringen kommet til at en økning av aksjeandelen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond - Utland fra 40 til 60 pst. representerer en god avveining mellom forventet avkastning og risiko for investeringene i fondet. Det legges derfor opp til å endre retningslinjene for forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland slik at aksjeandelen i den strategiske referanseporteføljen for fondet settes til 60 pst. Det tillates samtidig en aksjeandel i intervallet 50-70 pst. Obligasjonsandelen i den strategiske referanseporteføljen vil etter dette være 40 pst. Tillatt intervall for obligasjonsandelen vil være 30-50 pst.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til anslag på forventet avkastning, og historiske erfaringer viser at avkastningen kan svinge en god del. Denne usikkerheten er så stor at dagens anslag på 4 pst. må være dekkende for forventninger om gjennomsnittlig realavkastning på både 3, 4 og 5 pst. En økning av aksjeandelen gir ikke holdepunkter for å øke den forventede realavkastningen som ligger til grunn for retningslinjene for den økonomiske politikken. Snarere vil økningen i aksjeandel gjøre det mer sannsynlig at en oppnår 4 pst. realavkastning over tid. Dersom avkastningen skulle vise seg å bli høyere enn forventet, vil beløpet som kan overføres statsbudsjettet likevel være høyere fordi man over tid vil bruke 4 pst. av en større fondskapital enn ellers. Først dersom oppnådd avkastning over mange år blir vesentlig høyere eller vesentlig lavere enn 4 pst., vil det være grunnlag for å vurdere om anslaget på 4 pst. representerer en for høy eller for lav forventning til framtidig avkastning.

Vurderingen av konsekvensene av økt aksjeandel er i hovedsak basert på hvordan det vil kunne påvirke porteføljens avkastning og risiko på lang sikt. Forutsetningen for forventet avkastning på lang sikt er bl.a. basert på analyser av markedets prising av aksjer og obligasjoner. Samtidig knytter det seg betydelig usikkerhet til markedets utvikling på kort sikt. En må derfor være forberedt på at tidspunktet for å øke aksjeandelen i ettertid kan framstå som mer eller mindre gunstig. Denne risikoen dempes noe ved at fondets investeringer spres over tid, i takt med fondets forventede vekst. Departementet vil dessuten legge stor vekt på at tilpasningen til en høyere aksjeandel gjennomføres med lave transaksjonskostnader. Det innebærer at tilpasningen kan ta flere år.

3.2.2 *Komiteens merknader*

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, tar dette til etterretning, og slutter seg til Regjeringens vurdering av å øke aksjeandelen

i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond - Utland til 60 pst., samtidig som det tillates en aksjeandel i intervallet 50-70 pst. Obligasjonsandelen i den strategiske referanseporteføljen vil etter dette være 40 pst. Tillatt intervall for obligasjonsandelen vil være 30-50 pst.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet fraråder Regjeringen å øke aksjeandelen i Statens pensjonsfond - Utland fra 40 pst. til 60 pst. Disse medlemmer vil derfor gå imot Regjeringens forslag.

Disse medlemmer mener Regjeringens risikoanalyse av aksjemarkedet er mangelfull, og at den historiske fremstillingen av aksjemarkedet gir et lite korrekt bilde av den risikoen fondet faktisk blir utsatt for. At Regjeringen hevder å investere i et 100-års perspektiv endrer ikke dette bildet. Disse medlemmer understreker at de historiske analyser om børsmarkedenes robusthet, som Regjeringen viser til, naturlig nok er trukket ut ifra de av verdens børser som faktisk har overlevd i 100 år. Da gjenstår det svært få børser, og tendensen er å bruke verdens finanssentrum, New York, som eksempel. Disse medlemmer understreker imidlertid at dersom man gjør en bredere analyse av ekstreme hendelser og effekten av disse i andre land, så vil konklusjonen bli svært annerledes. En majoritet av verdens land har i løpet av siste 100-års periode opplevd politiske, sosiale og økonomiske omveltninger som ville ha gjort at samtlige aksjeinvesteringer ville ha gått tapt. Med bakgrunn i Statens pensjonsfond - Utlands omfattende globale investeringsportefølje ser disse medlemmer få muligheter for at fondet vil ha mulighet til hurtig å kunne selge seg ut av markeder som står i fare for å bli rammet av indre eller ytre omveltninger. I de tilfeller hvor det "blir trangt i døra" for å komme seg ut av spesifikke selskaper eller markeder, vil pensjonsfondets politiske styringsstruktur hindre raske og nødvendige beslutninger.

Disse medlemmer mener også Regjeringens risikoanalyse i for stor grad vektlegger de historiske erfaringene som dramatiske hendelser har hatt på utviklingen på verdens børser, og mener Regjeringen undervurderer de potensielle konsekvensene av fremtidige dramatiske hendelser. Spredning av masseødeleggelsesvåpen til land som styres av religiøse ekstremister gjør at fremtidige historiske hendelser kan ha langt større konsekvenser på verdens finansmarkeder enn hva historisk erfaring gir grunnlag for.

Disse medlemmer stiller seg videre tvilende til hvorvidt økt avkastning, for derigjennom å kunne bevilge mer til velferd og samtidig forholde seg til Handlingsregelen, er Regjeringens eneste motiv til å øke aksjeandelen i Statens pensjonsfond - Utland. Ikke minst fortoner dette argumentet seg meningsløst i og med at Regjeringen allerede i årets reviderte budsjett velger å bruke mindre penger enn det Handlingsregelen tilsier.

Disse medlemmer ønsker imidlertid å følge rådet fra Norges Bank og å åpne for at Statens pensjonsfond - Utland bruker 10 pst. av sin kapital til

direkte eierskap i eiendom. Investeringer i eiendom vil bidra til spredning av risiko, og gjøre fondet mer robust for fremtidige svingninger i finansmarkedene. Da investeringer i eiendom vil måtte gjøres over lang tid, finner disse medlemmer ingen grunn til å foreta ytterligere analyser før fondet gis klarsignal til slike investeringer.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen etablere følgende investeringsstrategi for Statens pensjonsfond - Utland:

- Aksjer 40 pst. (intervall 35 pst.-45 pst.)
- Obligasjoner 50 pst. (intervall 45 pst.-55 pst.)
- Eiendom 10 pst. (intervall 5 pst.-15 pst.)"

Komiteens medlem fra Kristelig Folkeparti er enig i at de analyser som er gjort av forventet avkastning og risiko på lang sikt, tilsier at aksjeandelen bør kunne økes til 60 pst. Dette medlem registrerer for øvrig at noen av de argumenter som to av regjeringspartiene benyttet for å gå imot enhver form for aksjer i fondet da dette ble første gang diskutert i Revidert nasjonalbudsjett 1997, nå synes forlatt.

3.3 Utvidelse av referanseporteføljen for Statens pensjonsfond - Utland med aksjer i små selskaper

3.3.1 Sammen drag

Små børsnoterte aksjeselskaper inngår i dag i investeringsuniverset til Statens pensjonsfond - Utland, men ikke i pensjonsfondets referanseportefølje. Aksjer i små noterte selskaper utgjør det største enkeltsegmentet innenfor de noterte markedene som ligger utenfor referanseporteføljen.

Spørsmålet om investeringer i små aksjeselskaper har vært vurdert tidligere. I brev av 1. april 2003 tilrår Norges Bank å inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Norges Bank peker på at en slik utvidelse gir en bedre representasjon av investeringsuniverset, og at fondets størrelse og vekst tilsier en bred eksponering også mot denne delen av markedet. Finansdepartementet vurderte problemstillingen i forbindelse med Nasjonalbudsjettet 2004, og konkluderte med at en på det tidspunkt ikke ville inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Departementet pekte bl.a. på at Graverutvalget (NOU 2003: 22) nylig hadde levert sitt forslag til etiske retningslinjer for fondet, og at en anså det som en fordel å avvente behandlingen av disse før en foretok en vesentlig utvidelse av antallet selskaper i referanseporteføljen for aksjer.

Norges Bank har i tråd med rådgivningsavtalen med Finansdepartementet på ny vurdert spørsmålet om små, børsnoterte selskaper skal tas inn i referanseporteføljen. Norges Bank skriver i brev av 20. oktober 2006 bl.a.:

"Små selskaper utgjør et betydelig markedssegment. Det er vanskelig å se hvorfor SPU [Statens pensjonsfond - Utland] som en stor og langsiktig investor skal ha en eksponering mot dette segmentet som er vesent-

lig lavere enn hva markedet har i gjennomsnitt. Det er også moderate diversifikasjonsgevinster forbundet med en slik inkludering. Ved å ta med små selskaper i referanseporteføljen kan en forvente høyere avkastning uten at volatiliteten i porteføljen øker vesentlig."

I brev av 20. februar 2007 har også Strategirådet anbefalt at referanseporteføljen utvides med segmentet for små selskaper. Strategirådet skriver bl.a.:

"Ut fra hensynet til den samlede avkastningen og risikoen i Statens pensjonsfond - Utland anbefaler Strategirådet at fondets referanseportefølje for aksjer utvides med segmentet for små selskaper. Selv om kostnadene isolert sett øker noe etter en slik utvidelse, vil dette kunne antas dekket av en bedre risikjustert forventet avkastning for porteføljen. En slik utvidelse vil gjøre fondets referanseportefølje mer representativ for utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene. En utvidet referanseportefølje vil dessuten gi et riktigere sammenligningsgrunnlag i vurderingen av den aktive forvaltningen av fondet. Rådet anser den foreslåtte utvidelsen å være en naturlig konsekvens av fondets generelle investeringsstrategi, som er å kjøpe en representativ portefølje av verdens aksjemarked."

Det vises til meldingen for nærmere omtale av tilråding fra Norges Bank og Strategirådet.

Siktemålet med investeringene i Statens pensjonsfond - Utland er å oppnå en høyest mulig avkastning gitt en moderat risiko. For å moderere risikoen spres investeringene på flere aktivaklasser, og hver aktivaklasse inneholder flere segmenter og sektorer fordelt på mange land. Referanseporteføljen for aksjer består i dag av i overkant av 2 400 aksjer notert på markeds plasser i 27 land. Verdien av selskapene i referanseporteføljen dekker om lag 85 pst. av den samlede verdien av aksjemarkedene i FTSE-indeksen. Ved å inkludere små selskaper i referanseporteføljen, slik Norges Bank og Strategirådet anbefaler, vil enda et segment inngå i aksjereferansen, slik at verdiene av selskapene i referanseporteføljen dekker om lag 96 pst. av verdien av aksjemarkedene i FTSE-indeksen.

En praktisk tilnærming i vurderingen av denne utvidelsen kan være å dele en bedrifts livssyklus inn i fasene vekst og modning. Vekstselskapene finner man ofte i segmentet for små selskaper, mens de største bedriftene er inne i en modningsfase. For et stort og globalt fond som Statens pensjonsfond - Utland kan det argumenteres for å være investert i en bredt sammensatt portefølje som dekker begge disse fasene i selskapens livssyklus.

Et mer teoretisk utgangspunkt er at verdensmarkedsporteføljen, porteføljen av alle verdens aksjer, har det beste bytteforholdet mellom avkastning og risiko. Samvariasjonen mellom avkastningen i små selskaper og store og mellomstore selskaper vil være høy, men de vil ikke bevege seg helt i takt. Det betyr at en utvidelse av referanseporteføljen vil gi noe bedre forhold mellom gjennomsnittlig avkastning og risiko over tid. Denne diversifiseringsgevinsten forventes å være moderat, men positiv.

I tillegg til den rene diversifiseringsgevinsten viser tilrådingene fra Strategirådet og Norges Bank til at det er en mulighet for at selskapers størrelse er en selvsten-

dig og priset risikofaktor i markedet. I så fall vil utvidelsen føre til en ytterligere forbedring av fondets risikojusterte avkastning fordi investorer kan forvente en kompensasjon i form av økt forventet avkastning i små selskaper. Hvorvidt det eksisterer en slik risikofaktor er imidlertid usikkert.

Forvaltningen av aksjer i små selskaper er dyrere enn for større selskaper. Strategirådet skriver i sitt brev at dette kan være en forklaring på at flere andre store fond bare har inkludert små selskaper blant tillatte investeringer, men unnlatt å inkludere disse i referanseporteføljen. Kostnadene forbundet med første gangs tilpasning er estimert til om lag 0,06 pst. av aksjeporteføljens verdi dersom tilpasningen gjøres over ti måneder. Aksjene kjøpes med lang horisont og denne kostnaden bør etter departementets vurdering ikke være til hinder for utvidelsen av referanseporteføljen.

De årlige forvaltningskostnadene vil imidlertid også øke. Dette kan illustreres med hva de årlige kostnadene ville være ved å vedlikeholde en portefølje lik referanseporteføljen, med og uten segmentet for små selskaper. Reviderte anslag fra Norges Bank indikerer at slike vedlikeholdskostnader vil øke med 0,03-0,04 prosentpoeng dersom små selskaper inkluderes. Med en aksjeandel på 60 pst. betyr det at samlede kostnader kan øke med om lag 0,02 prosentpoeng. Departementet har i vurderingen av denne kostnadsøkningen lagt vekt på at det selv uten en priset risikofaktor knyttet til selskapenes størrelse er grunn til å forvente at fondets risikojusterte avkastning opprettholdes selv etter økte kostnader.

Strategirådet peker for øvrig i sitt brev av 20. februar 2007 på at en utvidet referanseportefølje vil gi et riktigere sammenligningsgrunnlag i evalueringen av resultatene i den aktive forvaltningen av fondet. Strategirådet skriver:

"Strategirådet mener at også hensynet til evalueringen av resultatene i den aktive forvaltningen taler for å inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Ettersom små selskaper utgjør et stort segment i aksjemarkedet, og ettersom SPU allerede har tilgang til slike investeringer, vil en referanseportefølje som inkluderer små selskaper gi et riktigere sammenligningsgrunnlag enn dagens referanseportefølje."

I arbeidet med å vurdere konsekvensene for arbeidet med de etiske retningslinjene i fondet har departementet bedt Etikkrådet redegjøre for hvilke konsekvenser det vil ha for deres arbeid dersom referanseporteføljen for aksjer utvides med omlag 4 500 små selskaper. Etikkrådet har i brev til Finansdepartementet av 21. mars 2007 framhevet tre forhold:

- Etikkrådet skriver at det vil være mulig å engasjere konsulentselskaper til å overvåke porteføljen med daglige nyhetssøk og filtrere porteføljen for selskaper som produserer visse typer våpen, også når porteføljen utvides til å omfatte små selskaper.
- Rådet anslår at deres årlige kostnader vil øke med anslagsvis tre mill. kroner som følge av at:
 - Prisen for overvåking av porteføljen antas å øke proporsjonalt med antallet selskaper i referanseporteføljen.

- Vanskeligere tilgjengelig informasjon øker behovet for å engasjere konsulenter med større regional forankring.
- Antallet saker som krever ytterligere utredning forventes å øke. Det vil derfor være nødvendig å styrke utredningskapasiteten i sekretariatet, bl.a. gjennom økt bruk av eksterne utredere til å bistå i undersøkelse av konkrete saker.
- Rådet skriver videre: Når antallet selskaper øker, øker også risikoen for at det vil være selskaper i porteføljen med virksomhet i strid i retningslinjene. Det kan heller ikke utelukkes at tilgangen på informasjon er dårligere for små selskaper enn for store. Rådet har likevel ikke informasjon som tilsier at investeringer i små selskaper i seg selv verken er mer eller mindre risikable fra et etisk perspektiv enn andre investeringer.

På bakgrunn av Etikkrådets vurdering av konsekvensene for deres arbeid med å vurdere uttrekk av selskaper, og Norges Banks vurdering av at kostnaden knyttet til å drive eierskapsutøvelse i et vesentlig større antall selskaper vil være begrenset i forhold til de samlede forvaltningskostnadene, mener departementet at hensynet til arbeidet med etikk ikke bør være til hinder for utvidelsen av referanseporteføljen.

I forskriften for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland er det i dag satt en øvre grense for eierandeler i enkeltsekskap på 5 pst. Denne grensen er bl.a. fastsatt etter en vurdering av hensynet til at en lav eierandelsbegrensning klart signaliserer at pensjonsfondet er en "finansiell", i motsetning til en "strategisk", investor. På den annen side skriver Norges Bank at en viktig strategi for meravkastning er å identifisere bedrifter med stort potensiale for lønnsomhet på et tidlig stadium i bedriftens utvikling, som typisk vil være små og mellomstore foretak. Dersom små selskaper kommer med i referanseporteføljen, vil forvalterne trolig ønske å øke sine beholdninger for å beholde størrelsen på de aktive posisjonene. Begrensningen på 5 pst. eierandel kan gjøre dette vanskeligere.

Den samlede virkningen av fondets sterke vekst og økningen av aksjeandelen vil uansett medføre behov for en ny vurdering av eierandelsbegrensningen om ikke altfor lang tid. Etter departementets vurdering bør hensynet til eierandelsbegrensningen ikke være til hinder for at referanseporteføljen utvides med aksjer i små selskaper. Departementet vil senere komme tilbake med en ny vurdering av eierandelsbegrensningen.

Et siste mulig argument mot å inkludere små selskaper i referanseporteføljen nå er markedets prising av slike aksjer. Tradisjonelle indikatorer for prising av selskaper, som forholdstallet mellom pris og utbytte, indikerer at små selskaper har blitt dyrere de siste årene relativt til store selskaper. Norges Bank peker i sin analyse på muligheten for at prisen en må betale for små selskaper kan være ugunstig høy. Samtidig skriver banken at disse signalene er for svake til å gjøre dem relevante for spørsmålet om å inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Departementet slutter seg til denne vurderingen. I tillegg vil risikoen for å kjøpe

aksjene på et tidspunkt som i ettertid viser seg å være ugunstig dempes ved at referanseporteføljen endres over tid og at fondets investeringer i både store og små selskaper spres over tid i takt med ny tilførsel til fondet.

Regjeringen legger på denne bakgrunn opp til å utvide referanseporteføljen i Statens pensjonsfond - Utland med segmentet for små selskaper i FTSE-indeksen. Tilpasningen til ny referanseportefølje vil bli gjennomført over lengre tid.

3.3.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar omtalen til orientering, og slutter seg til Regjeringens vurdering om å utvide referanseporteføljen i Statens pensjonsfond - Utland med segmentet for små selskaper i FTSE-indeksen.

3.4 **Reguleringen av godkjente markedsplasser og valutaer i Statens pensjonsfond - Utland**

3.4.1 *Sammendrag*

I § 4 i forskrift for forvaltning Statens pensjonsfond - Utland er det definert en liste over 42 tillatte markedsplasser for aksjer (hvor aksjene er notert) og 31 tillatte lands valutaer for obligasjoner (hvilken valuta obligasjonen er utstedt i). Innenfor listene av tillatte investeringer består referanseporteføljen av indekser for 27 aksjemarkeder og obligasjonsindekser for 21 lands valutaer.

Listen over godkjente markeder og valutaer for Statens pensjonsfond - Utland har blitt vurdert med jevne mellomrom i budsjettokumentene, og ble sist utvidet i 2003 i forbindelse med Nasjonalbudsjettet 2004. Vurderingen ble basert på innspill fra Norges Bank.

I Nasjonalbudsjettet 2006 omtales flere endringer i rammeverket for Norges Banks forvaltning av fondet. I de nye retningslinjene, som trådte i kraft 1. januar 2006, er det lagt mindre vekt på å detaljregulere hvilke markeder og instrumenter fondet kan investeres i. Som en del av denne omleggingen skrev Norges Bank i brev av 11. mars 2005 at det ut fra hensynet til fondets samlede risiko heller ikke var behov for at departementet regulerer i detalj hvilke land fondet kan investeres i. Samtidig skrev Norges Bank at andre forhold likevel kunne tale for at departementet utarbeidet en liste over tillatte markedsplasser og valutaer. I Nasjonalbudsjettet 2006 heter det om Norges Banks forslag:

"Finansdepartementet har forståelse for Norges Banks argument om at hensynet til styring av total risiko ikke krever en detaljert regulering av hvilke land og valutaer det skal tillates å investere i. Samtidig taler andre hensyn for å opprettholde en slik liste. (...) Etter en samlet vurdering mener departementet at landlisten for Petroleumsfondet fortsatt skal være en del av retningslinjene. En legger opp til å vurdere landlisten på nytt med sikte på en eventuell utvidelse. En vil i dette arbeidet bl.a. trekke på faglige råd fra Norges Bank. Departementet vil komme tilbake til dette."

Departementet ba Norges Bank i brev av 13. juli 2006 om innspill til en ny vurdering av listen over tillatte markedsplasser og valutaer. En ba også om Norges Banks syn på om det ville være mer hensiktsmessig å definere investeringsuniverset for obligasjoner med

en liste over godkjente utstederland framfor en liste over valutaer.

I brev til departementet av 1. september 2006 tilrår Norges Bank primært å gå over til en ordning uten en eksplisitt liste over tillatte markeder og valutaer i forskriften, men at det heller blir opp til Norges Bank å utarbeide interne retningslinjer for hvilke markeder og valutaer fondet kan plasseres i. Subsidiært tilrår Norges Bank en ny liste i forskriften som er utvidet med 38 markedsplasser for aksjer og 49 valutaer for obligasjoner. Norges Bank anbefaler således at listen i så fall fortsatt definerer tillatte land for notering av aksjer og tillatte lands valutaer som obligasjonsporteføljen kan investeres i.

Etter departementets oppfatning vil en utvidelse av listen over tillatte markeder og valutaer for Statens pensjonsfond - Utland kunne utvide mulighetene Norges Bank har til å oppnå en meravkastning i forhold til fondets referanseportefølje. De erfaringene Norges Bank får gjennom investeringer i flere mindre utviklede markeder vil dessuten kunne gi nyttige innspill til en senere vurdering av om referanseporteføljen bør utvides med nye markeder. Samtidig bør en utvidelse av antall land kombineres med en klarere ansvarsdeling mellom Norges Bank og Finansdepartementet når det gjelder vurderinger av hvor fondet bør kunne investeres.

Norges Bank foreslår i brevet av 1. september 2006 at banken selv skal godkjenne hvilke markeder fondet skal være tillatt investert i. Tilrådingen bygger på at den økonomiske vurderingen av markeder og valutaer kan delegeres til den operative forvalteren, innenfor overordnede krav til verddivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko i retningslinjene fastsatt av departementet. En betydelig utvidelse av tillatte markeder og valutaer reiser flere spørsmål:

- Både tilsyn med finansiell virksomhet og lovgivning på området vil kunne være svakere enn i utviklede markeder. Oppgjørs- og avregningssystemene i mange av landene vil kunne være av lavere kvalitet, og både politisk og makroøkonomisk risiko er av en annen karakter enn i utviklede markeder.
- Måling av fondets avkastning forutsetter at verdipapirene i porteføljen kan prises. I nye markeder kan prisingen ha betydelig lavere kvalitet enn i de markedene fondet allerede er investert i.
- Fordi risikomålinger i prinsippet dreier seg om gjentatt prising, vil en stå overfor de samme utfordringer når det gjelder måling og styring av markeds- og kredittrisiko som en står overfor når en skal prise eller verdsette en portefølje. I tillegg må det finnes informasjon som muliggjør beregning av pris og risiko knyttet til verdipapiret. For en obligasjon vil det f.eks. være oversikt over kupongbetalinger, nedbetalingsprofilen til lånet samt ev. opsjoner knyttet til obligasjonen. For nye markeder vil det i mange tilfeller ikke finnes en prishistorikk. I så fall vil det være vanskelig å både måle risiko og prise instrumentene. For nye markeder vil det i

tillegg kunne være vanskeligere å få tak i tilleggsinformasjon som nedbetalingsprofil og opsjoner mv.

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

Departementet la i Nasjonalbudsjettet 2006 vekt på at andre forhold talte for å opprettholde ordningen med en liste over godkjente markeder og valutaer i retningslinjene for Staten pensjonsfond - Utland. I lys av Norges Banks brev av 1. september 2006 har departementet gjort en ny vurdering av om andre hensyn, som mulige signaleffekter, etiske hensyn eller spørsmål av mer politisk karakter, taler for at departementet bør ha ansvaret for å tillate investeringer i nye markeder og valutaer. Denne gjennomgangen trekker, etter departementets syn, i retning av å gå inn for Norges Banks primære anbefaling om at Norges Bank utarbeider interne retningslinjer for hvilke markeder og valutaer fondet kan plasseres i.

Etter at listen sist ble endret i 2003, er det innført etiske retningslinjer for fondet. Retningslinjene gjelder på selskapsnivå, og omfatter virksomheten i alle land der et selskap driver virksomhet, uavhengig av hvor selskapet er notert. Graver-utvalget, som i NOU 2003:22 la grunnlaget for dagens etiske retningslinjer, var klar på at det var vanskelig på bakgrunn av etiske hensyn å begrunne forbud mot investeringer i enkelte lands statsobligasjoner, og at ordinære utenrikspolitiske kanaler var et langt viktigere virkemiddel for å påvirke andre lands myndigheter i ønsket retning enn uttrekk fra fondets investeringsmuligheter.

Listen over tillatte markeds plasser for aksjer og valutaer for obligasjoner er ikke egnet til å utelukke deltakelse i virksomhet i enkeltland. Et selskap notert på en godkjent markeds plass i et bestemt land, kan f.eks. ha store deler av sin virksomhet i et land som ikke inngår i fondets investeringsunivers. Videre vil obligasjoner utstedt av selskaper eller stater utenfor listen i forskriften være tillatt så lenge obligasjonene er utstedt i en valuta som inngår i listen over tillatte valutaer.

Etter en samlet vurdering legger departementet opp til at dagens liste over godkjente markeder og valutaer tas ut av § 4 i forskrift for forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland. Samtidig endres retningslinjenes pkt. 3.2 om rentebærende papirer utstedt av offentlig sektor i et annet lands valuta, og i pkt. 4 stilles det et eksplisitt krav om dokumentasjon. Norges Bank vil etter dette måtte dokumentere tilfredsstillende rutiner

for å vurdere tillatte markeder og valutaer. Ordningen med at Etikkrådet vurderer investeringene i aksjer og selskapsobligasjoner videreføres. Investeringer i aksjer og selskapsobligasjoner er underlagt de etiske retningslinjene departementet har fastsatt, og Etikkrådet vil ha ansvaret for å gi råd om uttrekk av selskaper i de nye markedene.

Videre legges det opp til å etablere en prosedyre der Finansdepartementet kan avskjære Norges Bank fra å investere i statsobligasjoner utstedt av bestemte land. Dette vil gi en klar ansvarsdeling mellom departementet og Norges Bank. Norges Bank vil vurdere de økonomiske sidene ved investeringene, mens departementets liste etablerer en prosess som sikrer utelukkelse av statsobligasjoner fra enkeltland dersom det er et bredt politisk ønske om det. For å unngå at det skapes usikkerhet om formålet med investeringene i fondet, legges det vekt på at slike vedtak må reflektere bred politisk enighet i tråd med prinsippet om "overlappende konsensus" fra Graver-utvalget. Vedtak om å ikke investere i enkelte lands statsobligasjoner bør derfor i første rekke gjelde land der det er vedtatt FN-sanksjoner, eller land som er omfattet av andre særlige internasjonale tiltak som Norge har sluttet opp om. Med bakgrunn i EUs og andre lands tiltak mot Burma legger Regjeringen opp til å endre retningslinjene slik at Norges Bank eksplisitt avskjæres fra å investere pensjonsfondets kapital i obligasjoner utstedt av staten Burma. Det vil formelt skje i forbindelse med at forskriften endres, jf. omtalen over.

3.4.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar omtalen til orientering, og tar til etterretning at Regjeringen legger opp til å endre retningslinjene slik at Norges Bank eksplisitt avskjæres fra å investere pensjonsfondets kapital i obligasjoner utstedt av staten Burma.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet ser med bekymring på den stadig utvidede bruken av etiske retningslinjer for statens pensjonsfonds investeringer. Etikkk er per definisjon et subjektivt vurderingsgrunnlag, og åpner for selektive utelukkelsesmekanismer. Når Regjeringen i denne omgang kun ønsker å utelukke investeringer i statsobligasjoner utstedt av staten Burma markerer den samtidig at den aksepterer investeringer i statsobligasjoner utstedt fra alle andre land, inkludert land hvor brudd på menneskerettighetene er daglig rutine, og ikke minst i land hvor kvinners rettigheter er nærmest ikke-eksisterende.

3.5 **Eiendom og infrastruktur i Statens pensjonsfond - Utland**

3.5.1 *Sammendrag*

I Nasjonalbudsjettet 2007 ble det pekt på at den største aktivaklassen som i dag ligger utenfor referanseporteføljen i Statens pensjonsfond - Utland er fast eiendom, og at departementet i tiden framover vil vurdere å inkludere denne aktivaklassen i referanseporteføljen. De fleste store institusjonelle investorer har investert

deler av porteføljen i eiendomsmarkedet. En rapport laget for departementet av CEM Benchmarking viser at verdens største pensjonsfond har en gjennomsnittlig investering i fast eiendom på 6 pst. Investeringene gir en avkastning som avhenger av prisutvikling i og leieinntekter fra kontorbygg, kjøpesentre, industribygninger og til en viss grad også andre eiendomstyper. Lav grad av samvariasjon mellom avkastningen i eiendom og avkastningen i aksjer og obligasjoner, høy direkteavkastning i form av leieinntekter og et ønske om å sikre porteføljen mot inflasjon trekkes ofte fram som bakgrunn for andre fonds investeringer i fast eiendom.

Selv om Pensjonsfondet - Utland i dag ikke har en separat allokering til eiendom, er fondet eksponert mot eiendomsmarkedet gjennom investeringene i børsnoterte eiendomsaksjer, som inngår i fondets referanseportefølje. I underkant av 2 pst. av markedsverdien på fondets referanseportefølje for aksjer består av eiendomsaksjer. I tillegg vil mange av selskapene i fondets aksjeportefølje eie egne produksjons- og kontorlokaler. Betydningen av dette for aksjeporteføljens risikoprofil er vanskelig å fastslå.

Størrelsen på markedet for børsnoterte eiendomsaksjer er økende, ikke minst siden stadig flere land åpner for skattetransparente investeringsselskaper i eiendomsmarkedet, såkalte REIT, rettet mot institusjonelle og private investorer. Det unoterte markedet er imidlertid mye større enn det noterte og vil trolig fortsette å være det i lang tid framover. En betydelig andel av eiendomsporteføljene i andre store fond består derfor av unoterte investeringer. Slike investeringer er ofte illikvide. Det er f.eks. ikke uvanlig at investeringer i unoterte eiendomsfond i praksis innebærer at man binder kapitalen i over ti år. Man kan selge sin andel i fondet i annenhåndsmarkedet, men vil da måtte regne med å selge andelen til en ikke ubetydelig rabatt i forhold til reell verdi. Det er vanlig å legge til grunn at investorer får kompensasjon, i form av høyere forventet avkastning, ved å investere i vanskeligere omsettelige aktiva. Denne meravkastningen kalles gjerne en illikviditetspremie. Statens pensjonsfond har en langsiktig vurderingshorisont, og sannsynligheten for å måtte selge beholdningene på kort varsel er liten. Fondet er i utgangspunktet godt posisjonert til å høste slike illikviditetspremier.

Investeringer i infrastrukturprosjekter, som elektrisitet og vannforsyning, bompengefinansierte veier, flyplasser og telekommunikasjon, har tradisjonelt utgjort et begrenset marked. Økende deltakelse og finansiering fra privat sektor de senere år har imidlertid gjort slike investeringer interessante for langsiktige finansielle investorer. Selv om markedet er i vekst og forventes å vokse mye i årene framover, er det fortsatt lite sammenlignet med eiendomsmarkedet. Det er likevel naturlig å vurdere slike investeringer samtidig som en uttreder investeringer i eiendom ettersom avkastning og risiko ved infrastrukturinvesteringer ligner tradisjonell fast eiendom.

Det vises til meldingen for omtale av Norges Banks tilråding.

Siktemålet med investeringene i Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig avkastning gitt en moderat risiko, jf. over. Muligheten for å spre risikoen knyttet til investeringene ytterligere ved å inkludere investeringer i eiendom og infrastruktur og muligheten for å høste en gevinst over tid ved å investere i mindre omsettelige investeringer bør derfor utredes nærmere.

Departementet har bedt Strategirådet vurdere om avkastnings- og risikoegenskapene knyttet til investeringer i fast eiendom tilsier at slike investeringer bør inngå i referanseporteføljen for fondet. Strategirådet har engasjert ekstern ekspertise innen eiendomsforvaltning for å utarbeide en rapport om investeringer i eiendom. Denne rapporten vil sammen med Norges Banks analyse gi viktige innspill til Strategirådets vurdering.

Før en kan ta stilling til om eiendom og infrastruktur bør inkluderes i fondet er det i tillegg til de investeringsfaglige vurderingene også nødvendig å belyse de styringsmessige utfordringene bedre. Uavhengig av hvordan forvaltningen organiseres, vil ikke den måten aksje- og obligasjonsporteføljen i Statens pensjonsfond - Utland forvaltes på i dag, med en referanseportefølje og en øvre grense for relativ volatilitet, være direkte overførbar til en portefølje av eiendoms- og infrastrukturinvesteringer. Pensjonsfondets rente- og aksjeindekser oppdateres på daglig basis. De indekser som er tilgjengelige i eiendomsmarkedet oppdateres månedlig, kvartalsvis eller årlig. Verdiene vil i hovedsak være basert på takseringer og i mindre grad på gjennomførte transaksjoner. Indeksverdiene vil derfor være usikre og vanskelige å benytte som sammenlikningsgrunnlag for oppnådde resultater i denne delen av porteføljen. Indeksene vil heller ikke være gode styringsverktøy for faktiske investeringer, bl.a. fordi de i mange land bare gjenspeiler utviklingen i en begrenset andel av eiendomsmarkedet.

Internasjonale investeringer i eiendom vil innebære at forvalter får videre fullmakter enn det som er tilfellet for Norges Banks forvaltning av dagens aksje- og obligasjonsinvesteringer. Et slikt oppdrag gjør at departementet i mindre grad vil styre innholdet i eiendomsporteføljen, men isteden må legge mer vekt på rapporteringskrav kombinert med evalueringer av forvaltningen i samarbeid med ekstern ekspertise.

Ettersom en stor andel av avkastningen består av direkteavkastning fra leieinntekter, er vurderinger av skattemessige forhold en viktig del av eiendomsforvaltningen i andre fond, og kan ha betydning for sammensetningen av porteføljen. Departementet vil derfor måtte vurdere skattemessige forhold ved eiendomsinvesteringer i Statens pensjonsfond - Utland nærmere.

For å sikre at alle sider av denne saken er belyst vil departementet igangsette flere utredninger knyttet både til forventet avkastning og risiko, organiseringen av forvaltningen og forvaltningsmodell. Departementet vil på bakgrunn av dette arbeidet komme tilbake med en vurdering av om eiendom og infrastruktur bør inngå i fondets investeringer.

3.5.2 Komiteens merknader

Komiteen tar dette til orientering.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet viser til disse medlemmers merknader og forslag i kapittel 3.2.2, hvor disse medlemmer fremmer forslag om at Statens pensjonsfond - Utland skal få mulighet til å investere 10 pst. av kapitalen i eiendom, med intervall 5 pst.-15 pst.

4. ETIKK OG EIERSKAPSUTØVELSE

4.1 Ethiske hensyn i forvaltningen av Statens pensjonsfond

4.1.1 *Sammendrag*

Statens pensjonsfond eies av det norske folk og kommende generasjoner av nordmenn. Det er et etisk ansvar for en investor å sørge for at fondets eiere får god avkastning over tid. God avkastning for fondet over tid er et viktig bidrag til å sikre velferdsstaten. I tillegg bør investorer også ta et medansvar for hvordan selskapene de er investert i opptrer, hva de produserer og hvordan de behandler omgivelsene sine. Regjeringen legger vekt på å integrere denne typen ansvar i forvaltningen av Statens pensjonsfond fordi det fremmer verdier som er viktige for det norske folk, og fordi det er et viktig bidrag til en bevisstgjøring blant investorer og selskaper i inn- og utland.

Finansdepartementet fastsatte etiske retningslinjer for utenlandsdelen av Statens pensjonsfond 19. november 2004, basert på utredning og forslag fra det regjeringsoppnevnte Graver-utvalget (NOU 2003:22). Samme år etablerte Folketrygdfondets styre etiske retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Norge. Retningslinjene for de to delene av Statens pensjonsfond kan i stor grad sies å bygge på en felles etisk plattform. Samtidig er virkemidlene for integreringen av etiske hensyn noe forskjellig i lys av at fondene har ulik størrelse, ulik investeringsstrategi og ulike investeringsunivers.

Ansvar for utøvelse av eierrettigheter knyttet til fondets aksjeinvesteringer ligger hos Norges Bank og Folketrygdfondet. Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre pensjonsfondets finansielle interesser. Det vil si at kapitalen skal forvaltes på en slik måte at den over tid gir god avkastning og skaper varige verdier for nålevende og framtidige generasjoner. Departementet legger til grunn at det er en sammenheng mellom en bærekraftig økonomisk utvikling og en bærekraftig sosial og miljømessig utvikling. Dette betyr at Statens pensjonsfond på lang sikt vil være tjent med at selskaper respekterer grunnleggende etiske normer. Denne grunntanken er nedfelt i FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og flernasjonale selskaper. Eierskapsutøvelsen for Statens pensjonsfond - Utland og Statens pensjonsfond - Norge er i hovedsak basert på disse internasjonale prinsippene. I tråd med dette vil Norges Bank og Folketrygdfondet bl.a. søke å påvirke selskaper de er investert i til å respektere grunnleggende etiske normer.

Regjeringen la 8. desember 2006 fram St.meld. nr. 13 (2006-2007) Et aktivt og langsiktig eierskap. Meldin-

gen omhandler selskaper som helt eller delvis eies direkte av departementene og redegjør bl.a. for eiernes ansvar for å bidra til langsiktig vekst og utvikling av selskapene. Det er viktige forskjeller i mulig innflytelse for staten som stor, langsiktig eier av norske selskaper og staten som finansiell investor gjennom Statens pensjonsfond, som i hovedsak er investert i utlandet. Samtidig har en til felles at staten både som eier og investor må vektlegge god eierstyring og selskapsledelse, så vel som miljømessige og sosiale hensyn. Dette er nødvendig for at selskapene skal drives godt og at det skapes varige verdier for eierne.

Statens pensjonsfond - Utland er i sin helhet plassert i verdipapirer i utlandet. Fondets investeringsstrategi er nedfelt i en referanseportefølje satt sammen av brede aksje- og obligasjonsindekser. Fondet hadde ved utgangen av 2006 aksjeinvesteringer i om lag 3 400 selskaper. Norges Banks gjennomsnittlige eierandel i selskapene er om lag 0,4 pst.

Virkemidlene i integreringen av etiske hensyn er tilpasset fondets investeringsstrategi, herunder at midlene er bredt plassert i mange selskaper med lave eierandeler i hvert selskap. De etiske retningslinjene for fondet angir eierskapsutøvelse og utelukkelse av selskaper ved filtrering og ad hoc-uttrekk som virkemidler for å fremme fondets etiske forpliktelser, se nærmere omtale under punkt 4.2 i meldingen.

Statens pensjonsfond - Norge er i hovedsak investert innenlands. Referanseindeksen for Statens pensjonsfond - Norges aksjeinvesteringer består av Oslo Børs' hovedindeks og den nordiske aksjeindeksen VINXB. Fondet hadde ved utgangen av året eierandeler i totalt 41 selskaper notert på Oslo Børs og 32 selskaper i Danmark, Finland og Sverige. Folketrygdfondets gjennomsnittlige eierandel i norske selskaper er om lag 5 pst. I fjor var gjennomsnittlig eierandel i øvrige nordiske selskaper rundt 0,3 pst. Fra og med 2007 er gjennomsnittlig eierandel i Norden vesentlig lavere ettersom investeringene framover vil spres på flere selskaper.

I forvaltningen av Statens pensjonsfond - Norge legger Folketrygdfondet vekt på positiv utvelgelse av de selskapene midlene skal investeres i, og deretter utøvelse av eierrettigheter i de samme selskapene. Dette må ses i sammenheng med at investeringsuniverset er oversiktlig og består av et relativt begrenset antall selskaper.

Grunnprinsippene for utøvelse av eierskap er de samme for Statens pensjonsfond - Utland og Statens pensjonsfond - Norge. Norges Bank og Folketrygdfondet har nedfelt egne prinsipper for utøvelsen av eierrettigheter basert på disse grunnprinsippene.

Etter de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland skal selskaper utelukkes fra fondets investeringsunivers dersom de har en produksjon eller en virksomhet som innebærer en uakseptabelt høy risiko for at fondet medvirker til grovt uetisk aktivitet. Finansdepartementet har utelukket 21 selskaper fra Statens pensjonsfond - Utland etter kriteriene i de etiske retningslinjene, på bakgrunn av tilrådinger fra Etikkrådet for fondet.

Folketrygdfondet kan også utelukke selskaper som ledd i sin forvaltning av Statens pensjonsfond - Norge, men har ikke gjort det per i dag.

Det vises til pkt. 4.2 i meldingen for nærmere omtale av eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet, samt til nærmere omtale av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland og Statens pensjonsfond - Norge.

4.1.2 *Komiteens merknader*

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, viser til at selskaper skal utelukkes fra Statens pensjonsfond - Utlands investeringsunivers dersom de har en produksjon eller en virksomhet som innebærer en uakseptabelt høy risiko for at fondet medvirker til grovt uetisk aktivitet. Dette er et sentralt virkemiddel for å unngå at fondet bidrar til utvikling i feil retning, og flertallet vil gi sin tilslutning til Regjeringens arbeid på dette området.

Flertallet viser til at åpenhet rundt forvaltningen av Statens pensjonsfond er viktig for tilliten til at kapitalen plasseres til høyest mulig avkastning innenfor etisk forsvarlige rammer.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet og Høyre, understreker at det er gjennom eierskapsutøvelsen man har størst mulighet til å påvirke selskapene. Kombinert med trusselen om utelukkelse fra fondet dersom man ikke får gjennomslag, er det grunn til å håpe at dette kan bli et virkemiddel med betydelig effekt. Flertallet gir sin tilslutning til at satsingsområder i utøvelsen av eierrettigheter i perioden 2007-2010, er:

- god selskapsstyring med hovedvekt på retten til å nominere og velge styremedlemmer, retten til å bruke sin stemmerett, retten til å handle med sine aksjer og retten til åpen og rettidig informasjon,
- barns rettigheter og helse, herunder kampen mot barnearbeid, med hovedvekt på verdikjeden til multinasjonale selskaper,
- selskapers myndighetskontakt ("lobbying") relatert til langsiktige miljøproblemer, herunder klimaforandringer.

Det kan i noen sammenhenger være slik at full offentlighet rundt utøvelsen av eierrettighetene kan redusere muligheten til å få gjennomslag i saker som er reist med utgangspunkt i det etiske regelverket. Flertallet understreker at sannsynligheten for å få gjennomslag må være avgjørende for hvordan man håndterer slike konfliktsituasjoner, men at ethvert avvik fra prinsippet om full offentlighet til enhver tid, må offentliggjøres så fort som mulig slik at det er mulig med en kritisk offentlig debatt om disse valgene.

Flertallet påpeker at Regjeringen i den varslede evalueringen av de etiske retningslinjene særlig må fokusere på hvordan fondet kan bidra til å påvirke utviklingen av selskapene i riktig retning.

Flertallet vil i denne sammenhengen vise til arbeidet med å få på plass etiske retningslinjer i selska-

pene staten har eierandeler i. Menneskehandel er en av de tre største illegale handelsvarene ved siden av narkotika og illegal våpenhandel. Å motarbeide etterspørselen etter prostitusjon vil etter flertallets mening bidra til arbeid mot krenking av menneskerettigheter og en mer bærekraftig verdensøkonomi. Flertallet viser i denne anledning til statens egne retningslinjer og næringsministerens arbeid med det samme tema overfor de direkteide statlige selskapene. Flertallet mener det er naturlig at det i forbindelse med evalueringen av de etiske retningslinjene vurderes om Norges Bank bør arbeide for at selskapene legger klare føringer på at det ikke skal tilrettelegges for prostitusjon i forbindelse med bedriftens virksomhet og at ansatte på tjenestereiser ikke skal kjøpe seksuelle tjenester av prostituerte.

Flertallet viser for øvrig til behandlingen av Dokument nr. 8:57 (2006-2007) om videreutvikling av etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond - Utland, der det fremmes forslag med målsetting om å bidra til en styrking av det etiske perspektivet for forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland.

Flertallet ber Regjeringen i forbindelse med evalueringen av de etiske retningslinjene vurdere negativ filtrering overfor selskaper som produserer varer som er svært skadelige for brukerne av varene og deres omgivelser, som for eksempel tobaksprodusenter. Dette i tråd med brev fra finansministeren av 3. mai 2007. Flertallet ber Regjeringen i den samme anledning vurdere om "best i klassen"-investeringer kan bidra til et mer virksomt etisk eierskap som et tillegg til den aktive eierskapsutøvelsen. Flertallet støtter, slik finansministeren også gjør det i brev av 3. mai 2007, intensjonen om å styrke åpenhet og dialog med frivillige organisasjoner omkring utøvelsen av det aktive eierskapet, men er enig med finansministeren i at det ikke er hensiktsmessig å fastsette fra Stortingets side en fast måte å gjennomføre dette på. Flertallet oppfatter finansministeren dit hen at hun ønsker å arbeide videre for kontinuerlig å styrke arbeidet med åpenhet og dialog omkring det aktive eierskapet, med frivillige organisasjoner, fordi dette gir viktige innspill til hvordan strategien kan utvikles og forbedres. Flertallet viser for øvrig til finansministerens kommentarer til de øvrige forslagene fremmet i Dokument nr. 8:57 (2006-2007) i brev av 3. mai 2007.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet ser med bekymring på de signaler som Regjeringen gir ved å stadig åpne for nye etiske krav til Statens pensjonsfond - Utlands investeringer, og disse medlemmer frykter at Regjeringen har ambisjoner om å etablere helt nye rammebetingelser for investeringer på verdens børser, og at den gjennom størrelsen på Statens pensjonsfond - Utland vil påtvinge også andre markedsaktører svært strenge etiske retningslinjer. Disse medlemmer antar at målet er å skape et investeringsunivers hvor internasjonalt anerkjente og aksepterte investeringsreguleringer overprøves, og blir erstattet med rigid politisk styring av markedskreftene.

Disse medlemmer deler ikke Regjeringens visjoner når det gjelder praktiseringen av de etiske retningslinjene. Kapitalisme og det frie marked er utvilsomt det redskap som etter 2. verdenskrig har fått flest mennesker ut av fattigdommen. Kina, Indonesia, Malaysia, Japan, Sør-Korea, Vietnam, Brasil, Argentina og Tyrkia er gode eksempler på dette. Disse medlemmer ønsker ikke å erstatte det frie markedet med kontroll, styring og enda flere rigide etiske bestemmelser.

Komiteens medlem fra Kristelig Folkeparti viser til at i henhold til de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland er eierskapsutøvelsen delegert til Norges Bank. I henhold til disse retningslinjene, som ble fremmet av regjeringen Bondevik II med støtte av et bredt politisk flertall, skal eierskapsutøvelsen baseres på FNs Global Compact og på OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse i multinasjonale selskaper. Dette medlem viser til at i tråd med denne ansvarsfordelingen, er det Norges Bank selv som har utpekt de tre satsingsområdene for eierskapsutøvelse som er referert til i St.meld. nr. 24 (2006-2007).

Dette medlem støtter prinsippet om at eierskapsutøvelsen som et redskap for å sikre fondets langsiktige finansielle interesser skal delegeres til Norges Bank, innenfor overordnede retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet. Dette medlem mener at dette ikke er i konflikt med å ha et høyt etisk ambisjonsnivå for forvaltningen, noe også Norges Banks eget valg av satsingsområder innenfor eierskapsutøvelsen har vist.

Dette medlem mener at det bør være både i Finansdepartementets og Norges Banks egen interesse å sikre en god, toveis dialog med frivillige organisasjoner som er engasjert i utviklings-, miljø- og menneskerettighetsspørsmål om alle sider ved de etiske retningslinjene. Nettopp siden det ikke er hensiktsmessig at Norges Bank informerer åpent om enhver kontakt med selskapene i sin portefølje, vil dette medlem understreke betydningen av at det etableres kanaler hvor frivillige organisasjoner kan få direkte kontakt med de ansvarlige for eierskapsutøvelsen, sikres et innblikk i metodegrunnlag og bakgrunn for prioriteringer i eierskapsutøvelsen, og komme med innspill til forvaltningsorganisasjonen. Dette er ikke i strid med at ansvaret for eierskapsutøvelsen samtidig er overlatt til Norges Bank.

Dette medlem viser til at fondets referanseindeks for aksjer består av samtlige utviklede markeder i FTSE-indeksen og de største framvoksende aksjemarkeder i samme indeks, etter beslutning av Finansdepartementet. En konsekvens av dette er for eksempel at det chilenske aksjemarkedet ikke inngår i referanseindeksen, selv om det er mer enn dobbelt så stort som aksjemarkedet i New Zealand, som inngår i referanseindeksen. Det vises videre til at Finansdepartementet som svar på brev fra Kristelig Folkeparti opplyser at departementet vil komme tilbake til Stortinget med en ny vurdering av hvilke framvoksende markeder som bør inngå i fondets referanseindeks, og at det i den sam-

menheng nevnes 4 konkrete markeder. Dette medlem viser til at det etter Regjeringens forslag i St.meld. nr. 24 (2006-2007) ikke lenger er Finansdepartementet, men Norges Bank selv som skal godkjenne hvilke aksje- og obligasjonsmarkeder fondet skal investeres i. I utgangspunktet bør det være naturlig at avkastningen på disse investeringene måles mot en referanseindeks hvor de samme markeder som Norges Bank har godkjent inngår, så fram disse markedene er representert i FTSE-indeksen som Finansdepartementet har valgt som leverandør for fondets referanseindeks. På bakgrunn av at departementet også i St.meld. nr. 24 (2006-2007) argumenterer for fordelene ved en bredest mulig referanseindeks, mener derfor dette medlem at samtlige framvoksende aksjemarkeder som inngår i FTSE-indeksen bør inngå i den nye evalueringen som departementet varsler i sitt svarbrev.

Dette medlem viser til forslagene fremmet i Dokument nr. 8:57 (2006-2007), og til Finansdepartementets vurdering av dette. Dette medlem mener at det ikke er i strid med ansvarsfordelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank at departementet ber den ansvarlige forvalter for Statens pensjonsfond - Utland utrede nærmere reelle muligheter for eventuelle mindre investeringer i mikrokredittfond og fond for investeringer i fornybar energi. Dette medlem presiserer at en utredning ikke samtidig skal oppfattes som et pålegg om å investere, som ville være i strid med den vedtatte ansvarsfordelingen.

Dette medlem viser for øvrig til begrunnelsene gitt i Dokument nr. 8:57 (2006-2007), og vil fremme følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen utelukke investeringer i tobakksprodusenter fra referanseindeksen og investeringsuniverset til Statens pensjonsfond - Utland."

"Stortinget ber Regjeringen vurdere om "best i klassen"-investeringer i børnoterte aksjer kan legges som en føring for mindre deler av forvaltningskapitalen."

"Stortinget ber Regjeringen vurdere om investeringer i mikrokredittfond og venturefond, med tilleggskrav om bærekraftig utvikling, kan være aktuelle investeringsalternativer i forbindelse med en utvidelse av Statens pensjonsfond - Utlands investeringsmuligheter til ikke-børnoterte aktivaklasser."

5. ARBEIDET MED UTVIKLING OG OPPFØLGING AV RAMMEVERKET FOR FORVALTNINGEN

5.1 Sammendrag

Forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland er regulert i lov av 21. desember 2005 nr. 123, forskrift av 22. desember 2005 nr. 1725, retningslinjer med utfyllende bestemmelser og en forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank. I tråd med forskriftens § 7 skal Norges Bank påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumenter som brukes i forvaltningen av fondet. Det

er i retningslinjene angitt særskilte krav til at styring, måling og kontroll av risiko skal være i henhold til beste praksis og internasjonalt anerkjente metoder. I 2006/2007 benytter departementet ekstern bistand i kartleggingen av "beste markedspraksis" og "anerkjente internasjonale standarder" for håndtering av ulike former for risiko mv. i kapitalforvaltningen. Kartleggingen er et ledd i å operasjonalisere endringene i rammeverket for forvaltningen som ble omtalt i Nasjonalbudsjettet 2006.

Forvaltningen av Statens pensjonsfond - Norge er regulert i forskrift av 15. desember 2006 nr. 1419. Forskriften regulerer både administrative forhold i Folketrygdfondet og retningslinjene for plassering av Statens pensjonsfond - Norge. Da forskriften trådte i kraft 1. januar 2007, erstattet den et reglement fastsatt av Stortinget. Dette ga et mer ensartet system for fastsettning av retningslinjene for de to delene av Statens pensjonsfond.

Ved etableringen av Folketrygdfondet i 1967, skilte en ikke klart mellom Folketrygdfondet som navnet på fondskapitalen og Folketrygdfondet som navnet på organisasjonen som forvaltet disse midlene. Samtidig med denne meldingen fremmer Regjeringen forslag til en lov om Folketrygdfondet, jf. Ot.prp. nr. 49 (2006-2007). I proposisjonen bringes det formelle rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Norge i samsvar med den praksis som har utviklet seg, slik at Folketrygdfondet gjennom egen lov får status som et selvstendig rettssubjekt.

Det vises til nærmere omtale i kapittel 5 i meldingen.

5.2 Komiteens merknader

Komiteen tar omtalen til orientering, og viser for øvrig til behandlingen av Ot.prp. nr. 49 (2006-2007) Om lov om Folketrygdfondet, jf. Innst. O. nr. 77 (2006-2007).

6. FORSLAG FRA MINDRETALL

Forslag fra Fremskrittspartiet:

Forslag 1

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 2

Stortinget ber Regjeringen opprette et infrastrukturfond, pålydende 300 mrd. kroner. Avkastningen øre-

merkes veginvesteringer med 70 pst., jernbane- og kollektivtiltak, inkludert bussbasert kollektivtrafikk 25 pst. og bredbånd 5 pst. Fondet etableres over tre år hvor 100 mrd. kroner av årlige inntekter fra petroleumsvirksomheten avsettes inntil fondet er fullfinansiert. Fondet skal følge de samme investeringsprinsipper som Statens pensjonsfond - Utland.

Forslag 3

Stortinget ber Regjeringen opprette et fond for energi- og petroleumsforskning pålydende 10 mrd. kroner. Fondet skal bidra til å sikre nødvendig teknologisk forskning og utvikling og sikre den globale konkurranseevnen i næringen.

Forslag 4

Stortinget ber Regjeringen etablere følgende investeringsstrategi for Statens pensjonsfond - Utland:

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

Forslag fra Kristelig Folkeparti:

Forslag 5

Stortinget ber Regjeringen utelukke investeringer i tobaksprodusenter fra referanseindeksen og investeringsuniverset til Statens pensjonsfond - Utland.

Forslag 6

Stortinget ber Regjeringen vurdere om "best i klassen"-investeringer i børsnoterte aksjer kan legges som en føring for mindre deler av forvaltningskapitalen.

Forslag 7

Stortinget ber Regjeringen vurdere om investeringer i mikrokredittfond og venturefond, med tilleggskrav om bærekraftig utvikling, kan være aktuelle investeringsalternativer i forbindelse med en utvidelse av Statens pensjonsfond - Utlands investeringsmuligheter til ikke-børsnoterte aktivaklasser.

7. KOMITEENS TILRÅDING

Komiteen har ellers ingen merknader, viser til meldingen og rår Stortinget til å gjøre slikt

v e d t a k :

St.meld. nr. 24 (2006-2007) - om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006 - vedlegges protokollen.

Oslo, i finanskomiteen, den 31. mai 2007

Reidar Sandal
leder

Heikki Holmås
ordfører

