



Innst. S. nr. 283

(2007–2008)

Innstilling til Stortinget fra finanskomiteen

St.meld. nr. 16 (2007–2008)

Innstilling fra finanskomiteen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007

Til Stortinget

1. INNLEDNING

1.1 Sammendrag

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

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

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

Dette forvalteransvaret innebærer også at vi som investor har medansvar for hvordan selskapene fon-

det er investert i, opptrer. Derfor legger Regjeringen betydelig vekt på at eierskapet i selskapene fondet er investert i, utøves med sikte på å fremme god og ansvarlig opptreden som respekterer menneskerettigheter og miljø. Dette er også i tråd med fondets langsiktige finansielle interesser.

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

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. Det er således ikke stilt krav om at kapitalen i Pensjonsfondet til enhver tid skal svare til en bestemt andel av statens pensjonsforpliktelser i folketrygden.

Finansdepartementet er i lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond (pensjonsfondsløven) gitt i oppgave å forvalte fondet. Departementet fastsetter Pensjonsfondets overordnede investeringsstrategi, prinsippene for etikk og eierskapsutøvelse og følger opp den operative forvaltningen. Oppgaven med å forestå den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond er lagt til Norges Bank og Folketrygdfondet, som forvalter henholdsvis Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Både

Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge er underlagt etiske retningslinjer. I figur 1.2 i meldingen beskrives hovedtrekkene i ansvarsdelingen mellom Stortinget, Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet. Statens pensjonsfond har ikke eget styre eller egen administrasjon.

Statens pensjonsfond er et av verdens største fond, og kapitalen vokser raskt. Fondet er stort i forhold til størrelsen på norsk økonomi, og avkastningen av fondet vil gi vesentlige bidrag til å finansiere statens utgifter i årene framover. Oppmerksomheten om forvaltningen har økt med størrelsen av fondet. Dette understreker betydningen av at Pensjonsfondets investeringsstrategi og retningslinjer for etikk og eierskapsutøvelse er godt forankret i Stortinget. Departementet legger vekt på at en utstrakt grad av åpenhet om forvaltningen av Pensjonsfondet er med på å understøtte troverdigheten og tilliten til fondet og fondskonstruksjonen. Det redegjøres bl.a. til Stortinget gjennom en årlig melding i vårsesjonen om forvaltningen av Pensjonsfondet. Resultatene i den operative forvaltningen rapporteres også jevnlig av Norges Bank og Folketrygdfondet.

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

Meldingen er bygget opp rundt to deler: Del I beskriver hovedtrekk ved forvaltningen av Statens pensjonsfond. I denne delen er det lagt vekt på å gi framstillingen en mest mulig ikke-teknisk form. Del II inneholder mer detaljerte analyser av temaene omtalt i del I. Det vil også bli utarbeidet dokumentasjonsnotater av mer teknisk karakter som ytterligere belyser enkelte av problemstillingene drøftet i del II. Notatene offentliggjøres på Finansdepartementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

Del I i meldingen er bygget opp som følger: Kapittel 1.2 gir en oversikt over resultatene i forvaltningen av Statens pensjonsfond, med særlig vekt på resultatutviklingen i 2007. Kapittel 1.3 redegjør for fondets investeringsstrategi, hvor det går fram at Regjeringen legger opp til å inkludere eiendom som en egen aktivaklasse for Statens pensjonsfond – Utland, i tillegg til aksjer og obligasjoner. Videre legges det opp til å utvide referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland til å inkludere flere framvoksende markeder. Det legges også opp til å øke

eierandelsbegrensningen i Statens pensjonsfond – Utland fra 5 pst. til 10 pst. Kapittel 1.4 omhandler etikk og eierskapsutøvelse, hvor det bl.a. gjøres nærmere rede for arbeidet med de etiske retningslinjene det siste året og Norges Banks og Folketrygdfondets eierskapsutøvelse. I kapittel 1.5 vises det til arbeidet med utvikling og oppfølging av rammeverket for forvaltningen. I denne meldingen presenteres hovedpunkter i et forslag til endringer i sentralbankloven, som senere vil bli sendt på høring. Kapittel 1.6 gjør rede for den tiltagende debatten internasjonalt rundt såkalte statlige investeringsfond ("Sovereign Wealth Funds"), og Regjeringens holdning i de spørsmål som har vært reist i denne debatten.

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

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

1.2 Komiteens merknader

Komiteen, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Marianne Aasen Agdestein, Alf E. Jakobsen, Torgeir Micaelsen, lederen Reidar Sandal, Eirin Kristin Sund og Tom Rune Thorvaldsen, fra

Fremskrittspartiet, Gjermund Hagesæter, Ulf Leirstein, Jørund Rytman og Christian Tybring-Gjedde, fra Høyre, Svein Flåtten, Michael Momyr og Jan Tore Sanner, fra Sosialistisk Venstreparti, Magnar Lund Bergo og Morten Drægni, fra Kristelig Folkeparti, Hans Olav Syversen, fra Senterpartiet, Hilde Grønhojd, og fra Venstre, Lars Sponheim, viser til proposisjonen.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, viser til at den tryggeste måten å sikre framtidige pensjoner på, er å ha offentlige finanser som kan bære økende utgifter både til pensjon og til helse- og omsorgsformål både på kort og lang sikt. Øremerking vil ikke i seg selv styrke offentlige finanser. Flertallet viser i den forbindelse til betydningen av en pensjonsreform som stimulerer til arbeidsdeltagelse, særlig mot slutten av arbeidskarrieren. Flertallet viser også til betydningen av å beholde en disiplinert budsjettpolitikk i dag, slik handlingsregelen sikrer, for å unngå å tvinge våre etterkommere til å foreta skatteøkninger eller kutt i velferdsordninger som vi ikke selv kan anbefale i dag.

Flertallet viser til at Regjeringen har høye ambisjoner for forvaltningen av Statens pensjonsfond, og at dette forvaltes med sikte på høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet deler Regjeringens observasjoner om at de store inntektene fra vår petroleumsvirksomhet gir Norge særlig frihet i den økonomiske politikken. Disse medlemmer er derfor overrasket over at Regjeringen kun i beskjedne grad har benyttet seg av denne friheten i de statsbudsjettene som har vært lagt frem for Stortinget. Ikke minst gjelder dette forhold knyttet til utbedring av landets infrastruktur, noe som vil ha bedret vilkårene og rammebetingelsene for konkurranseutsatt næringsliv i alle deler av landet, og derigjennom gjort Norge mindre avhengig av olje- og gassinntekter på sikt.

Disse medlemmer registrerer videre at Regjeringen utarbeider stadig nye formuleringer for hvorfor Statens pensjonsfond, i motsetning til pensjonsfond i andre land, ikke bør knyttes opp mot landets fremtidige pensjonsforpliktelser. Disse medlemmer finner dette uryddig, og minner i den anledning om forslaget fremsatt av Fremskrittspartiet i Innst. O. nr. 14 (2005–2006), hvor partiet ba Regjeringen fremsette et grunnlovsforslag om et Statens pensjonsfond som på sikt skal sikre Folketrygdens

medlemmers opptjente pensjonsrettigheter, basert på pensjonspremier fra medlemmer og arbeidsgivere samt fondsavkastning.

Disse medlemmer er enig med Regjeringen i at Pensjonsfondet bør forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko, men mener Regjeringen ikke tilfredsstiller sin egen målsetting når den har valgt å øke eksponeringen i aksjer til 60 pst. av fondets kapital. Disse medlemmer mener imidlertid det er positivt at Regjeringen gjennom denne meldingen ønsker å spre risikoen på flere aktivaklasser, og at den slutter seg til et tidligere forslag fra Fremskrittspartiet om at Statens pensjonsfond også bør investere i eiendom. Disse medlemmer mener imidlertid at investeringer i eiendom bør kunne utgjøre 10 pst. av fondets kapital, og ikke kun 5 pst. slik Regjeringen foreslår.

Disse medlemmer understreker også at målet om høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko ikke vil la seg realisere dersom fondets etiske retningslinjer skal legge stadig nye begrensninger for hvor og i hvilke verdipapirer fondet kan investere.

Disse medlemmer mener forvaltningen av Statens pensjonsfond i all hovedsak bør følge de retningslinjer og vedtak som gjøres av de organisasjonene som er nedsatt for å overvåke verdenshandelen, og at egne etiske særregler for Statens pensjonsfond per definisjon vil oppfattes som subjektive, inkonsekvente og dobbeltmoralske. Slik de etiske retningslinjene i dag praktiseres, er de i flere tilfeller også politiske ytringer.

Disse medlemmer ønsker å minne om sentralbanksjef Svein Gjedrems kloke betraktninger fremsatt under Norges Banks årstale i februar i år, hvor han fremhevet at når vi plasserer pensjonsfondets midler, så er vi gjester i våre naboers hus, og at når vi hever pekefingeren mot et selskap, hever vi den også mot lover, reguleringer og praksis i landene der selskapet hører til og driver sin virksomhet – og vi gjør det som representanter for den norske stat.

Disse medlemmer håper Regjeringen har merket seg sentralbanksjefens observasjoner, og at den vil legge disse til grunn i sine eventuelle forslag til justeringer av de etiske retningslinjene som er varslet fremlagt for Stortinget våren 2009.

På bakgrunn av ovennevnte fremmer disse medlemmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen fremsette et grunnlovsforslag om et Statens pensjonsfond som på sikt skal sikre Folketrygdens medlemmers opptjente pensjonsrettigheter, basert på pensjonspremier fra medlemmer og arbeidsgivere samt fondsavkastning."

2. RESULTATER I FORVALTNINGEN

2.1 Sammendrag

Samlet markedsverdi til Statens pensjonsfond var ved utgangen av 2007 på 2 136,0 mrd. kroner. Dette er en økning på i alt 245,4 mrd. kroner sammenlignet med utgangen av 2006, og kan knyttes til tilførsel av nye midler (313,6 mrd. kroner) og avkastning på fondets plasseringer (86,1 mrd. kroner målt i norske kroner). En styrking av kronen målt mot Statens pensjonsfond – Utlands valutakurv bidro isolert sett til å redusere markedsverdien til fondet (154,3 mrd. kroner), men for utviklingen i internasjonal kjøpekraft er endringer i kronekursen ikke relevant. I figur 1.3 i meldingen er økningen i samlet markedsverdi til Statens pensjonsfond i 2007 fordelt på ulike komponenter.

Kapitalen i Statens pensjonsfond har vokst raskt siden midten av 1990-tallet. Verdien av Pensjonsfondet tilsvarte ved utgangen av 2007 anslagsvis 1 mill. kroner pr. husholdning i Norge.

Markedsverdien til Statens pensjonsfond – Utland var ved utgangen av 2007 på 2018,6 mrd. kroner. Dette er en økning på 235,0 mrd. kroner siden utgangen av 2006. Verdien av aksjeporteføljen ved årsskiftet var 957,9 mrd. kroner, mens 1 060,7 mrd. kroner var plassert i renteinstrumenter. Samlet for årene 1996–2007 er utenlandsdelen av Pensjonsfondet tilført 1 756,3 mrd. kroner.

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

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

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

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland var 4,3 pst. i 2007 målt i utenlandsk valuta. Dette er klart svakere enn resultatene de siste fem årene. Målt

i kroner var fondets avkastning -3,9 pst. i 2007. Den nominelle avkastningen i delporteføljene til Statens pensjonsfond – Utland siden inngangen til 1998 er illustrert i figur 1.5 i meldingen.

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

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

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

Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland er basert på at fondets midler skal investeres i ulike aktivaklasser i en bredt sammensatt portefølje av verdipapirer fra mange land. Selv om en slik strategi gir god risikospredning, må en likevel være forberedt på at det vil komme perioder med betydelige svingninger i fondets verdi. Boks 1.2 i meldingen belyser risikoen i Statens pensjonsfond med utgangspunkt i historiske hendelser, hvor det framgår at verdien til Statens pensjonsfond over tid synes relativt robust i forhold til den typen kriser som inntraff de siste hundre årene. Samtidig kan en ikke utelukke at det i framtiden vil oppstå krisesituasjoner der eventuelle fall i fondets verdi ikke gjenvinnes like raskt i etterfølgende år som det en har observert historisk. Etter departementets vurdering bør en derfor være varsom med å legge til grunn at utviklingen i de internasjonale finansmarkedene de neste hundre årene vil bli like positiv som i de foregående hundre årene. Dette gjenspeiles for øvrig i de anslag som benyttes i modelleringen av fondets framtidige avkastning og risiko i meldingens kapittel 3.

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

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge

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

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge i 2007 var 9,8 pst. målt i kroner. Dette er noe svakere enn gjennomsnittlig årlig avkastning de siste fem årene, men er likevel klart høyere enn gjennomsnittsavkastningen i hele perioden 1998–2007 sett under ett. Den nominelle avkastningen i delporteføljene til Statens pensjonsfond – Norge er illustrert i figur 1.6 i meldingen.

Risikoen i Statens pensjonsfond – Norge i 2007, målt ved standardavviket til avkastningen, var 6,9 pst. målt i kroner. Dette er klart høyere enn nivået de siste årene, men må bl.a. ses i sammenheng med avviklingen av kontolånsordningen i desember 2006.

I 2007 var avkastningen av Pensjonsfondet – Norge 2,54 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljens avkastning. Dette er den høyeste meravkastningen som er oppnådd i løpet av ett enkelt år i perioden 1998–2007.

Markedsutvikling

Over de siste årene framstår utviklingen i markedsverdien til Statens pensjonsfond alt i alt som svært positiv. Dette reflekterer både høy avkastning på fondets referanseportefølje og at det er skapt meravkastning i den aktive forvaltningen. Utviklingen i fondets verdi i disse årene må også ses i sammenheng med at verdensøkonomien de siste årene har vokst sterkt, noe som bl.a. skyldes meget sterkt vekst i framvoksende markeder som Kina og India. Dette har sammen med markerte lettelser i pengepolitikken i mange land i perioden 2000–2003 stimulert den økonomiske veksten, og inntjeningen i foretakene har generelt vært høy. Samtidig har inflasjonen holdt

seg lav. Forholdene har dermed ligget til rette for bred oppgang i aksjemarkedene siden 2003. Oppgangen på Oslo Børs har de siste årene vært særlig sterk, noe som bl.a. reflekterer høye oljepriser. De siste par årene har det imidlertid funnet sted en gradvis tilstramming av amerikansk og europeisk pengepolitikk, og obligasjonsrentene har steget. Tilstrammingen av pengepolitikken i amerikansk økonomi har gradvis blitt reversert de siste månedene.

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

I et noe lengre tidsperspektiv framstår bevegelsene i markedet i andre halvdel av 2007 som mindre dramatiske. Fallet i aksjekursene synes ikke å ha vært større enn flere av de korreksjonene i aksjekursene som har funnet sted gjennom de siste fem årene etter sterk oppgang i aksjemarkedet. Videre startet økningen i renteforskjellen mellom sikre og mindre kredittverdige verdipapirer fra historisk sett svært lave nivåer. En viss økning i prisen på risiko i deler av finansmarkedet er derfor i seg selv ikke nødvendigvis uheldig. Selv om aksjekursene delvis tok seg opp igjen gjennom den siste måneden av 2007, indikerer uroen i de internasjonale rente- og aksjemarkedene ved inngangen til 2008 at usikkerheten omkring den videre utvikling i finansmarkedene fortsatt er stor.

Kostnader i forvaltningen

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

Forvaltningskostnadene for 2007, eksklusive avkastningsavhengige honorarer, utgjorde 1 514,7 mill. kroner. Dette var en økning på 33 pst. fra 2006. Gjennomsnittlig størrelse på fondet økte med 24 pst.,

slik at kostnadene målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje økte fra 0,073 pst. (7,3 basispunkter) i 2006 til 0,079 pst. (7,9 basispunkter) i 2007. Forvaltningskostnadene eksklusive avkastningsavhengige honorarer er dermed godt under den øvre grensen. Medregnet avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde kostnadene 1 783,3 mill. kroner, som omregnet til årsrate utgjør 0,093 pst. (9,3 basispunkter) av gjennomsnittlig markedsverdi.

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

For 2008 har Finansdepartementet inngått en forvaltningsavtale med Folketrygdfondet som fastsetter prinsippene for den godtgjøringen Folketrygdfondet skal motta for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, jf. vedlegg 8 i meldingen. Som redegjort for i kapittel 5.8, må en forvente at kostnadene i forvaltningen av Pensjonsfondet – Norge framover vil bli liggende på et høyere nivå enn tidligere, bl.a. som følge av at det er stilt strengere krav til måling, styring og kontroll av risiko, og til rapportering. Departementet tar sikte på å utarbeide kostnadssammenlikninger av hva denne type forvaltning koster i fond av tilsvarende størrelse, slik det i dag gjøres for utlandsdelen av fondet.

2.2 Komiteens merknader

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, viser til at avkastningen på Statens pensjonsfond – Utland i 2007 var svak i historisk sammenheng, men godt innenfor det intervallet en må forvente med gjeldende investeringsstrategi. Flertallet viser til at det er fullt mulig å redusere de årlige variasjoner i avkastningen, men da med redusert langsiktig forventet avkastning som motstykke. Flertallet viser til at Statens pensjonsfond – Utland har et langsiktig formål. En bør derfor ikke legge stor vekt på kortsiktige svingninger i avkastningen når noe høyere risikotoleranse samtidig gir høyere forventet avkastning.

Flertallet viser til at én av grunnene til opprettelsen av Statens pensjonsfond – Utland var å sørge

for at de store valutainntektene fra utvinning av olje og gass ikke ble kanalisert inn i innenlandsk økonomi, men spart i utlandet. Derfor mener flertallet at fondets avkastning målt i internasjonal kjøpekraft er mer relevant å vurdere enn avkastningen målt i kroner. Flertallet viser til at handlingsregelen uansett åpner for mer – eller mindre-bruk av oljeinntekter i det enkelte budsjettår i forhold til 4 pst. av inntående kapital, både som følge av konjunkturforløp i innenlandsk økonomi, og på grunn av store svingninger det enkelte år i fondskapitalen.

Flertallet viser til at Norges Bank for første gang siden fondets opprettelse har tapt penger på sin aktive forvaltning i 2007, hovedsakelig på grunn av tap i renteporteføljen i annet halvår 2007, men at banken over fondets levetid så langt har tilført betydelig merverdi gjennom sin aktive forvaltning. Flertallet støtter Finansdepartementets ambisjoner om å utvikle forklaringsmodeller for avkastningsforskjeller i renteporteføljen, slik departementet har gjort for aksjeporteføljen, jf. svar fra Finansdepartementet, datert 6. mai 2008, på spørsmål nr. 1 fra Kristelig Folkeparti.

Flertallet mener at styringsstruktur og forvaltningsmodell for Statens pensjonsfond – Utland må ha beste internasjonale praksis som utgangspunkt, med klare ansvarslinjer mellom Finansdepartementet som fondets eier, Norges Bank som operativ forvaltningsansvarlig, og de eksterne forvaltere som Norges Bank velger å benytte. Flertallet mener at dagens modell er god i så henseende. Flertallet mener at det vil være svært uklokt å introdusere begrensninger for forvaltervalg, slik Fremskrittspartiet foreslår. Det vil med betydelig sannsynlighet kunne medføre lavere forventet avkastning og høyere samlede forvaltningskostnader, til ugunst for norske skattebetalere i fremtiden.

Flertallet har merket seg at et uavhengig analyseselskap, på oppdrag fra Finansdepartementet, foretar en årlig sammenlikning av forvaltningskostnadene i Statens pensjonsfond – Utland med kostnadene i andre store fond internasjonalt. Resultatene av denne sammenlikningen for 2006 er presentert i boks 2.5 i meldingen. Flertallet er tilfreds med at denne analysen viser at Statens pensjonsfond – Utland har lavere kostnader sett i forhold til forvaltet kapital enn andre store fond.

Flertallet er tilfreds med de resultatene som er skapt i forvaltningen av Pensjonsfondet i 2007. Til tross for betydelig uro i de internasjonale finansmarkedene i fjor ble det oppnådd en positiv avkastning på over 4 pst. (målt i fondets valutakurv) i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, mens avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge var på nesten 10 pst.

Flertallet viser til at store petroleumsinntekter og høy avkastning har ført til at Statens pensjonsfond har vokst til å bli et av verdens største fond. Dette understreker betydningen av at det er en utstrakt åpenhet om forvaltningen av fondet.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet registrerer at avkastningen på Statens pensjonsfond – Utland i 2007 var klart svakere enn resultatene de siste fem årene. Dette er ikke uventet, sett i lys av uroen som toneangivende børser opplevde i løpet av fjoråret.

Disse medlemmer merker seg også at dette i stor grad skyldes den relative styrkingen av den norske kronen. Disse medlemmer stiller seg imidlertid undrende til påstanden om at dette forholdet ikke er avgjørende for verdiutviklingen av fondet. Disse medlemmer deler betraktningen om at endringer i kronekursen ikke er relevant for utviklingen i internasjonal kjøpekraft, men understreker at dette poenget ikke er av betydning all den tid avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland skal finansiere velferd i Norge ved bruk av norske kroner. Svingninger knyttet til den norske kronen er kun irrelevant dersom Regjeringen ser for seg å bruke avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland til anskaffelser i utlandet. Disse medlemmer har imidlertid merket seg at Regjeringen ved tidligere anledninger har uttalt seg negativt til Fremskrittspartiets forslag om å etablere et eget utenlandsbudsjett.

Disse medlemmer merker seg videre at Regjeringen understreker risikoen knyttet til investeringer i finansmarkedene. Særlig interessant er det å notere seg at Regjeringen nå mener vi bør være varsomme med å legge til grunn at utviklingen i de internasjonale finansmarkedene de neste hundre årene vil bli like positiv som i de foregående hundre årene. Disse medlemmer mener dette er en korrekt analyse, men vil i den anledning gjøre oppmerksom på at det var den samme 100-årsanalysen Regjeringen benyttet da Stortinget i fjor, mot Fremskrittspartiets stemmer, vedtok å øke aksjeeksponeringen i fondet fra 40 pst. til 60 pst.

Disse medlemmer har merket seg at de faste forvaltningskostnadene for Statens pensjonsfond – Utland utgjorde 1 514,7 mill. kroner. I tillegg kommer avkastningsavhengige honorarer. Dette er en økning på 33 pst., og langt høyere enn størrelsen på fondet.

Disse medlemmer har få forutsetninger for å fastslå om disse kostnadene er høye eller lave, men konstaterer at disse pengene kommer utenlandske forvalterselskap til gode.

Disse medlemmer mener dette er en uklok disponering av det norske folks pensjonspenger, og mener det vil være fornuftig om forvaltningen av Sta-

tens pensjonsfond – Utland i større grad blir foretatt av forvalterselskap i Norge.

Disse medlemmer ønsker derfor igjen å ta opp Fremskrittspartiets tidligere forslag om at Regjeringen utreder muligheten for å etablere et kapitalforvaltermiljø i Norge basert på investeringene som gjøres gjennom Statens pensjonsfond – Utland.

På bakgrunn av ovennevnte fremmer disse medlemmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen utrede muligheten for å etablere et kapitalforvaltermiljø i Norge basert på investeringene som gjøres gjennom Statens pensjonsfond – Utland."

3. INVESTERINGSSTRATEGI

3.1 Sammendrag

3.1.1 *Grunnlaget for fondets investeringsstrategi*

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

FONDETS SÆRPREG OG FORMÅL

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

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

bidrag til at en faktisk kan holde fast ved investeringsstrategien over tid.

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

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

OPPFATNINGEN AV MARKEDENES FUNKSJONSMÅTE

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

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

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

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

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

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

3.1.2 *Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond*

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

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

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

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

3.1.3 Endringer i retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland

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

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

Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland gjenspeiler at mange viktige strategiske valg allerede er foretatt, bl.a. når det gjelder fordelingen mellom aksjer og rentebærende instrumenter, bred-

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

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

Det er naturlig at arbeidet med investeringsstrategi framover innrettes mot å utvikle en strategi som best mulig utnytter fondets særpreg. Naturlige former for videreutvikling av investeringsstrategien kan være:

- ytterligere risikospredning, for eksempel ved å inkludere flere land eller aktivaklasser i fondets referanseportefølje. Det vises i denne sammenheng til at det i denne meldingen legges opp til å inkludere nye framvoksende markeder i fondets referanseportefølje for aksjer.

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

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

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

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

EIENDOMSINVESTERINGER

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

organisert gjennom felles kontrollert virksomhet ("joint-venture").

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

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

Virkingen av denne endringen på fondets samlede risiko og avkastning vil avhenge av hvordan eiendomsinvesteringene gjennomføres. Observasjoner av faktiske investeringer i andre store fond internasjonalt viser at porteføljene består dels av investeringer i eksisterende bygg med relativt forutsigbare konstantstrømmer og dels av investeringer i utviklingsprosjekter med mindre forutsigbare utfall. I begge tilfeller vil avkastningen dels reflektere utviklingen i det underliggende eiendomsmarkedet og dels dyktighet i aktiv forvaltning. En annen observasjon er at investeringene er lagt opp som egenkapitalinnskudd i belånte eiendommer. Dette gjør risikoegenskapene til investeringen mer sammenliknbare med aksjeinvesteringer. En portefølje av belånte eiendommer, for eksempel gjennom unoterte fondsinvesteringer, vil kunne gi et større bidrag til forventet avkastning i fondet enn en portefølje av eiendommer uten belåning. Samtidig vil porteføljen av belånte eiendommer også gi et noe større bidrag til fondets sam-

lede risiko. Med en andel i eiendom på 5 pst. og begrenset samvariasjon med aksjer og obligasjoner, vil økningen av fondets samlede risiko likevel være begrenset, selv med en viss belåning av eiendommene i porteføljen.

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

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

Fondets etiske retningslinjer vil gjelde også for investeringer i nye aktivaklasser som eiendom. Basert på en tilråding fra Etikkrådet og egne vurderinger har departementet kommet til at utleie av eiendom til selskaper som er utelukket på bakgrunn av de etiske retningslinjene, normalt ikke vil kvalifisere for uttrekk fra fondet. Utelukkelse må således vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle.

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

Regjeringen vil i retningslinjene for investeringer i eiendom legge begrensninger på hvor unoterte eiendomsfond og -selskaper som Statens pensjonsfond – Utland investerer i kan være etablert. Fond og selskaper må være etablert i land som enten er OECD-land, eller som Norge har skatteavtaler eller andre avtaler

med som gir tilstrekkelig innsyn, eller som Norge har inngått en særskilt "Tax Information Exchange Agreement" (TIEA) med bygd på OECDs modell. I tillegg kan ikke landet være listet som "usamarbeidsvillig jurisdiksjon" av OECD. Det etableres på denne måten strengere regler enn for noe annet fond departementet kjenner til.

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

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

FRAMVOKSENDE MARKEDER

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

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

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

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

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

De kriteriene som FTSE legger til grunn for å inkludere land i sitt indeksunivers, vil bidra til objektivitet, konsistens og forutberegnelighet. Landuniversitetet i referanseporteføljen for aksjer i Statens pensjonsfond – Utland fastsettes som de samme landene som inngår i FTSEs indeksunivers. Basert på tilrådingene fra Norges Bank, Strategirådet, Etikkrådet og egne analyser legger departementet opp til å utvide referanseporteføljen for aksjer ved å inkludere samtlige av de avanserte og sekundære framvoksende aksjemarkedene, slik de til enhver tid er definert av FTSE, i referanseindeksen for fondet. Dette innebærer at alle de 16 landene som nå inngår i gruppen av sekundære framvoksende markeder, vil inkluderes i fondets referanseportefølje. Framvoksende markeder vil da utgjøre totalt 10 pst. av referanseporteføljen for aksjer. Denne endringen forventes å kunne bidra til å bedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko gjennom en bedre spredning av fondets risiko. Utvidelsen vil samtidig bidra til at fondets referanseportefølje blir mer representativ i forhold til utviklingen i de internasjonale aksjemarkeder.

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

EIERANDELSBEGRENSNINGEN

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

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

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

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

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

INVESTERINGER I PLANLAGT NOTERTE AKSJER

Aksjeinvesteringene i Statens pensjonsfond – Utland er i dag begrenset til instrumenter notert på regulert og anerkjent markeds plass. Norges Bank foreslår i brev av 1. februar 2008 til Finansdepartementet at det åpnes opp for investeringer i unoterte aksjer der selskapet har søkt eller har konkrete planer

om å søke om å bli notert på regulert og anerkjent markedsplass.

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

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

3.2 Komiteens merknader

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, støtter Regjeringens forslag om å åpne for eiendomsinvesteringer i Statens pensjonsfond – Utland, ut fra begrunnelsen om at dette vil bidra til ytterligere risikospredning i fondet. Det vil også medføre at fondet får et investeringsunivers som er mer på linje med hva andre store internasjonale institusjonelle investorer har. Flertallet viser til departementets presisering av at det vil ta lang tid å nå en slik allokering, og at det også vil være nødvendig både å utvikle styringsstrukturer for slik forvaltning og etablere nødvendig kompetanse i forvaltningen. Flertallet støtter en slik gradvis tilnærming. Flertallet støtter også de rammer for eiendomsforvaltning som departementet har satt for hvilke land fondet kan foreta eiendomsinvesteringer i.

Flertallet viser til at Finansdepartementet, blant annet på bakgrunn av anbefalinger fra Strategirådet, mener at infrastrukturinvesteringer er for lite utviklet til at det kan anbefales en selvstendig allokering fra fondet til dette. Flertallet vil påpeke at Strategirådet samtidig har uttalt at argumentet om erfaringsoppbygging i en raskt voksende aktivaklasse kan tilsi at en åpner for at en mindre del av fondet kan investeres i infrastruktur, innenfor allokeringen til fast eiendom. Flertallet vil vise til at infrastruktur er en raskt voksende aktivaklasse blant institusjonelle investorer, ikke minst som følge av de store behovene for infrastrukturinvesteringer i framvoksende økonomier. Flertallet mener at et fond som sikter mot å representere beste internasjonale praksis i alle ledd i forvaltningen, må utvikle investeringskompetanse i de aktivaklasser som store institusjonelle investorer er aktive i, men selvsagt slik at krav til kvalitet og etterprøvnbarhet av forvaltningsresultater alltid skal beholdes.

Flertallet støtter også Regjeringens forslag om å utvide referanseindeksen for Statens pensjonsfond – Utlands aksjeplasseringer med 19 nye land, og viser for øvrig til departementets presisering av forslaget i svar datert 16. april 2008 på skriftlig spørsmål nr. 946:

"Det er altså riktig at departementet, i tråd med anbefalingene fra Norges Bank og Strategirådet, legger opp til at alle aksjemarkeder som inngår i FTSE Global All Cap, skal inkluderes i fondets referanseportefølje for aksjer, enten disse er kategorisert som "developed", "advanced emerging" eller "secondary emerging"."

Flertallet er innforstått med at det ikke er noen automatisk sammenheng mellom representasjon i referanseindeksen og tilsvarende representasjon i den faktiske porteføljen. Men dersom Norges Bank og de eksterne forvaltere banken benytter ikke ønsker aktiv risiko mot referanseporteføljen, vil banken med den endring som departementet nå foreslår, øke sine investeringer i de nye landene i referanseporteføljen lik andelsøkningen her. Det vil bety økte investeringer i framvoksende aksjemarkeder, uten negative konsekvenser for fondets forventede avkastning.

Flertallet støtter også forslaget om økt maksimalgrense for eierskap i et enkelt selskap.

Flertallet viser til at det er bred politisk enighet om investeringsstrategien til Statens pensjonsfond, og at fondet skal ha bred risikospredning og en klar finansiell målsetting.

Flertallet viser til at det er en del av vårt forvalteransvar å sørge for at fellesskapets midler forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat nivå på risiko. En slik forvaltning innebærer at formuen kan komme alle generasjoner til gode, samtidig som den gir et viktig bidrag til stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Flertallet viser til at Regjeringen skriver at en i det videre arbeidet med fondets investeringsstrategi ser etter muligheter for ytterligere risikospredning, samtidig som en i enda større grad ønsker å utnytte fondets særpreg. Mindre justeringer av fondets investeringsstrategi i tråd med dette, og som ikke vesentlig endrer fondets samlede risikonivå, antas å ligge innenfor de overordnede rammer som er forankret gjennom stortingsbehandling. Flertallet har ingen merknader til dette. Beslutninger om investeringsstrategien av større omfang, og som forventes å ha vesentlig betydning for fondets risiko, skal fortsatt legges fram for Stortinget før eventuelle endringer blir iverksatt.

Flertallet viser til at Regjeringen legger opp til at eiendom etableres som en ny aktivaklasse for Statens pensjonsfond – Utland og at fondets referanseportefølje skal utvides til å inkludere flere framvoksende markeder. Flertallet mener at disse end-

ringene vil bidra til en ytterligere forbedring av bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet ved at investeringene spres ytterligere, samtidig som en utnytter fondets særpreg bedre uten vesentlige endringer i det samlede risikonivået. Flertallet viser til at en andel investert i eiendom tilsvarende 10 pst. av fondet, slik et mindretall foreslår, er en uaktuell problemstilling nå. Selv en andel på 5 pst. er et svært ambisiøst mål innenfor en rimelig tidshorison. Etter flertallets mening vil en kunne komme tilbake til spørsmålet om en høyere andel eiendomsinvesteringer om noen år, når arbeidet med å bygge opp en portefølje av eiendomsinvesteringer er kommet godt i gang.

Flertallet viser også til at Regjeringen legger opp til å heve eierandelsgrensen i utenlandsdelen av Pensjonsfondet for investeringer i børsnoterte selskaper, uten at dette skal rokke ved fondets rolle som finansiell investor. Flertallet støtter disse forslagene.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet har merket seg at Regjeringen ved gjentatte anledninger har underestimert den anslåtte fremtidige markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland. De fremskrivninger som nå presenteres, er at fondet nesten vil dobles innen utgangen av 2011, til om lag 3 500 mrd. kroner. Dette er ufattelige summer som gir Norge et unikt finanspolitisk handlingsrom.

Disse medlemmer mener Norge står foran avgjørende veivalg for hvordan vi ønsker å innrette vårt samfunn, og disse medlemmer vil advare mot å ensidig fokusere på handlingsregelen for hvordan vi best mulig kan dra nytte av vår petroleumsformue.

Disse medlemmer vil derfor understreke at vår nasjonalformue ikke bare skal finansiere passive velferdsordninger på stadig høyere nivåer, men at den også skal kunne gi incentiver for innovasjon, næringsutvikling og nyetableringer. Disse medlemmer mener en slik målsetting best kan oppnås ved å satse på næringsrettet forskning samt gjennom massiv satsing på utbedring og utvikling av nasjonal infrastruktur. Bevilgningene til slike formål bør sikres gjennom å skille ut deler av petroleumsformuen til etablering av formålsspesifikke fond. Disse medlemmer viser i den forbindelse til forslagene fremmet av Fremskrittspartiet i forbindelse med statsbudsjettet for 2008.

Disse medlemmer ser positivt på de endringer Regjeringen foreslår for å utvide Statens pensjonsfonds investeringsunivers. Dette skyldes først og fremst behovet for større risikospredning, men også behovet for større investeringsfleksibilitet. Som nevnt under pkt. 1.2, deler disse medlemmer de vurderinger som er gjort mht. investering i eiendom,

men mener investeringer på dette feltet bør kunne utgjøre 10 pst. av fondets kapital.

Disse medlemmer registrerer imidlertid at Regjeringen planlegger å pålegge seg selv en rekke restriksjoner for hvordan investering i eiendom skal foregå, noe som den selv innrømmer vil begrense tilgangen til dyktige eksterne forvaltere. Disse medlemmer finner det oppsiktsvekkende at Regjeringen allerede nå antyder at selvpålagte særregler kan føre til at Regjeringen på et senere tidspunkt må revurdere beslutningen om å investere i eiendom.

Disse medlemmer ser også positivt på Regjeringens ønske om å utvide aksjeporteføljen til å inkludere flere land og regioner. Gjennom dyktig forvaltning og få særregler vil dette kunne spre risikoen ytterligere, og gi grunnlag for en mer stabil avkastning.

Disse medlemmer mener det samtidig er fornuftig at fondets aksjeinvesteringsunivers knyttes opp mot FTSEs landindeks. Dette fjerner muligheten for ideologisk motivert boikott av land. Disse medlemmer er i den forbindelse glad for at Israel, som en konsekvens av ovennevnte, vil være et av de nye landene nordmenns pensjonspenger vil kunne bli investert i.

Disse medlemmer støtter Regjeringens forslag om å øke eierandelsbegrensningen i et enkelt selskap fra 5 pst. til 10 pst. Disse medlemmer ser i likhet med Regjeringen behovet for å gi Norges Bank større handlingsrom i den aktive forvaltningen.

Disse medlemmer vil imidlertid understreke at et eierskap opp mot 10 pst. i et enkelt selskap kun bør finne sted helt unntaksvis, og vil advare mot at en slik relativt høy eierandel blir brukt for å fremme politisk motiverte målsettinger. Disse medlemmer fremholder at Statens pensjonsfond utelukkende skal være en finansiell investor, og høyere eierandel i enkeltbedrifter ikke skal medføre krav om eventuell representasjon i bedriftsstyret.

På bakgrunn av ovennevnte fremmer disse medlemmer 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 medlemmer fra Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre mener at et fond med et så langsiktig formål som Statens pensjonsfond – Utland bør vurdere investeringer i aktivklasser som tilbyr høyere forventet avkastning mot at man aksepterer mindre grad av likviditet. Eien-

dom, infrastruktur og ikke-børsnoterte aksjer ("Private Equity") er eksempler på slike aktivaklasser.

4. ETIKK OG EIERSKAPSUTØVELSE

4.1 Sammendrag

4.1.1 *Etiske hensyn i forvaltningen av Statens pensjonsfond*

ETISKE FORPLIKTELSE

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

EVALUERING AV DE ETISKE RETNINGSLINJENE FOR STATENS PENSJONSFOND – UTLAND

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

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

Finansdepartementet arrangerte 16.–17. januar 2008 sammen med Norges Bank og Etikkrådet en

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

ARBEIDET MED ETISKE RETNINGSLINJER

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

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

Eierskapsarbeidet i Norges Bank

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

Norges Bank prioriterer eierskapsarbeidet høyt og har i løpet av 2007 økt ressursinnsatsen knyttet til dette arbeidet. Banken arbeider særlig med noen utvalgte satsingsområder der etikk går hånd i hånd med langsiktig finansiell avkastning. Satsingsområdene er relevante for investorer generelt og fondets portefølje spesielt, og de er egnet for dialog med selskaper eller regulerende myndigheter, noe som øker

muligheten for reelt gjennomslag. Satsingene gjelder god selskapsstyring, barns rettigheter og beskyttelse av miljøet. God selskapsstyring er viktig for å sikre fondet god avkastning over tid, men det er også helt nødvendig for bl.a. å sikre at eierne blir hørt i de spørsmål som eierne er opptatt av. Som samfunnsansvarlig investor er det naturlig å være opptatt av barns rettigheter og beskyttelse av miljøet, herunder klimautfordringen, og den muligheten en har til å bidra til at disse hensynene blir ivare tatt av selskaper fondet er investert i. Målsettingen med satsingen på barnearbeid er å sikre barns rettigheter og helse innenfor verdikjeden til de selskapene der fondet er investert. På miljøområdet har banken et særlig fokus rettet mot selskapers lobbyvirksomhet hva gjelder lovgivning som kan medføre betydelige reduksjoner i utslippene av klimagasser.

Ved utgangen av 2007 hadde Norges Bank etablert eller videreført kontakt med rundt 60 selskaper om spørsmål knyttet til sosiale forhold, med hovedvekt på barnearbeid og barns rettigheter. For å tydeliggjøre Norges Banks posisjon og forventninger innenfor dette feltet har banken utviklet dokumentet "NBIM Investor Expectations on Children's Rights". Dokumentet er basert på FNs konvensjon om barns rettigheter, samt ILOs konvensjoner om barnearbeid.

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

Eierskapsarbeidet i Folketrygdfondet

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

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter i Statens pensjonsfond – Norge, der det overordnede målet med eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser. For å ivareta at porteføljen i størst mulig grad

bidrar til å fremme en langsiktig verdiskaping, har Folketrygdfondet definert etiske prinsipper for investeringsvirksomheten som en integrert del av retningslinjene for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse. God eierstyring og selskapsledelse skal ivareta eiernes og andre interessenters rettigheter i forhold til selskapene, samt sikre at styringsmekanismene i selskapene fungerer hensiktsmessig.

For å sikre en mest mulig objektiv og presis vurdering av selskapenes etiske holdninger og handlinger innhenter Folketrygdfondet informasjon fra åpne kilder som årsrapporter, media og Internett, og informasjon direkte fra selskapene gjennom en spørreundersøkelse i alle norske selskaper fondet har eierinteresser i. Høsten 2006 sendte Folketrygdfondet ut spørreskjema til 41 norske selskaper Statens pensjonsfond – Norge har eierinteresser i, knyttet til integrering og håndtering av miljø og sosiale hensyn. Spørreundersøkelsen og Folketrygdfondets samlede vurdering av de etiske aspektene ved selskapenes ledelse og praksis tegner et gjennomgående positivt bilde av oppmerksomhetsnivå, standarder og praksis hos selskapene som har besvart undersøkelsen.

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

Utelukkelse av selskaper

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

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

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

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

kelser av menneskerettighetene og alvorlig miljøskade.

Særlig om investeringer i Burma (Myanmar)

I lys av den forverrede situasjonen i Burma har Etikkrådet og Norges Bank vært særlig oppmerksomme på selskaper med aktivitet der. Finansdepartementet mottok brev fra Etikkrådet 11. oktober 2007 hvor rådet gjør rede for sine vurderinger av risikoen for at fondet kan sies å bidra til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene gjennom sine investeringer i selskaper med aktivitet i Burma. Etikkrådet har varslet mulige tilrådinger om utelukkelse av selskaper som inngår kontrakter om bygging av omfattende infrastrukturprosjekter i landet. Slike byggeprosjekter vil etter alt å dømme innebære en uakseptabel risiko for framtidig medvirkning til brudd på menneskerettigheter. I 2007 har Norges Bank kontaktet 10 selskaper i porteføljen for å stille spørsmål om deres aktivitet i landet. Dette er selskaper som kan stå i fare for å medvirke til menneskerettsbrudd eller utsette seg for annen type risiko. Norges Bank har lagt opp til dialog med disse selskapene for å sikre at en har best mulig informasjon om situasjonen.

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

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

investeringer, og eventuelt avgi tilråding til Finansdepartementet om at aktuelle selskaper utelukkes.

4.2 Komiteens merknader

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, viser til at de etiske retningslinjene for fondet bygger på de prinsippene som er nedfelt i FNs "Global Compact" og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper. Flertallet støtter departementets understreking av at god finansiell avkastning til beste for kommende generasjoner er en etisk forpliktelse i seg selv, samtidig som det er viktig at fondet unngår medvirkningsansvar for handlinger som store deler av befolkningen vil ta avstand fra på etisk grunnlag. Flertallet mener at dagens modell med mulighet for uttrekk av investeringer i selskaper hvor det er risiko for medvirkning til grov uetisk adferd, samt aktiv eierskapsstyring fra Norges Banks side, til sammen er godt egnet for forvaltning som også tar etiske hensyn. Det forutsetter imidlertid at det settes av ressurser til dette formålet, både i Norges Bank, Finansdepartementet og i Etikkrådet. Flertallet er fornøyd med arbeidet så langt i de enkelte organer, og vil oppmuntre til videre satsing.

Flertallet viser til at med de forslag til utvidelse av fondets referanseindeks som departementet foreslår i denne stortingsmelding, er det sannsynlig at antall selskaper fra de nye landene i referanseindeksen som inngår i den faktiske porteføljen, også vil øke klart. Dette er samtidig selskaper fra land hvor det kan være mer krevende å få godt innsyn i selskapenes virksomhet enn hva som er tilfellet i selskaper som er styrt av europeisk eller nord-amerikansk lovgivning, og som samtidig kommer fra en kultur for demokrati og offentlighet. Flertallet forutsetter at ressursene for overvåking og virksomhetsstyring øker i tråd med de økte utfordringene som endringen i referanseindeksen medfører.

Flertallet viser til at de største etiske utfordringene verdenssamfunnet står overfor i vår generasjon, er fattigdomskløften mellom rike og fattige land, og utfordringen om å stabilisere klimautslippene globalt på et nivå som hindrer videre oppvarming med de katastrofale følger dette vil få. Flertallet mener at aktiv norsk innsats på disse områdene, finansiert over statsbudsjettet, ikke skal hindre at man stiller spørsmålet om Norge også kan gjøre en positiv forskjell som en stor global investor. Flertallet er enig i at det kun er aktuelt å utelukke land som helhet fra investeringsuniverset på etisk grunnlag dersom det er vedtatt brede, internasjonale sanksjoner som Norge har gitt sin tilslutning til. På dette grunnlag støtter flertallet at obligasjoner utstedt av Burma ikke skal inngå i investeringsuniverset.

Flertallet viser til at Regjeringen legger opp til at en evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland skal gjennomføres i løpet av inneværende år. I meldingen gjøres det nærmere rede for denne evalueringsprosessen og arbeidet med de etiske retningslinjene det siste året. Flertallet støtter en slik evaluering og legger stor vekt på at vi skal ta et samfunnsansvar i forvaltningen av Statens pensjonsfond.

Flertallet har notert seg at andre investorer med etiske retningslinjer har utelukket selskaper fra sitt investeringsunivers på grunn av (etter investorens mening) medvirkning til grov korrupsjon. Flertallet er enig i at det ikke er et mål i seg selv å utelukke selskaper fra porteføljen. Samtidig er det et mål at man ikke skal bidra til grov uetisk adferd gjennom fondets investeringer.

Komiteens medlemmer fra Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre ser det videre som en selvfølge at fondet ikke er investert i selskaper som har engasjement i Burma, og som det er klar risiko for bidrar til myndighetenes undertrykkelse av sin egen befolkning.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet er enig i at den velstand som de nåværende generasjoner opplever, skaper forpliktelser for etterleken. Disse medlemmer etterlyser imidlertid et større fokus for hvordan disse forpliktelsene best kan innfris. Disse medlemmer er uansett overbevist om at nevnte forpliktelser ikke best ivaretas ved kun å foreta investeringer i våre konkurrentlands bedrifter, men at det i langt større grad legges grunnlag for vekst i fremtidsrettet næringsvirksomhet gjennom investeringer i infrastruktur.

Disse medlemmer registrerer at Regjeringen etter hvert er blitt mer skeptisk til å trekke enkeltbedrifter ut av Statens pensjonsfonds investeringsportefølje. Dette er positivt, og viser at Regjeringen i større grad har tatt inn over seg de konsekvenser og ringvirkninger slike uttrekk har. Disse medlemmer viser også til merknader under pkt. 1.2.

Disse medlemmer er imidlertid bekymret for de bedriftene som i en tidlig fase av etikkeufori ble trukket ut av investeringsporteføljen. Disse medlemmer er i den forbindelse særlig bekymret for uttrekket av verdens fremste forsvarsindustribedrifter, og de negative signaler Regjeringen med dette har sendt våre allierte myndigheter.

Disse medlemmer ber derfor om at Regjeringen foretar en ny gjennomgang av de bedriftene som i dag er utelukket fra Statens pensjonsfonds aksjeportefølje, og at disse bedriftene vurderes i lys av advarsler uttrykt både av sentralbanksjefen og av Fremskrittspartiet.

Disse medlemmer finner det paradoksalt at Regjeringen nå varsler at den vil bruke sin investeringsmakt til å tvinge bedrifter til å redusere sine utslipp av klimagasser.

Disse medlemmer minner om at kapitalen i Statens pensjonsfond stammer fra en industri som selv står ansvarlig for verdens største utslipp av klimagasser, og at det er dobbelt moralsk å pålegge bedrifter i andre land utslippsreduksjoner som våre bedrifter aldri har vært pålagt i oppbyggingen av vår petroleumsformue.

På bakgrunn av ovennevnte fremmer disse medlemmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen foreta en ny gjennomgang av de bedriftene som i dag er utelukket fra Statens pensjonsfonds aksjeportefølje, og at disse bedriftene vurderes i lys av advarsler uttrykt både av sentralbanksjefen og av Fremskrittspartiet."

Komiteens medlemmer fra Kristelig Folkeparti og Venstre anmoder departementet om å vurdere om medvirkning til grov korrupsjon har tilstrekkelig fokus i det etiske arbeidet. Disse medlemmer mener også at selskaper som er svært uvillig til å gi sine egne eiere og kapitalmarkedet for øvrig innsyn i sine prinsipper for skatteplanlegging, herunder flytting av skattbart overskudd og formue til skatteparadiser, må vurderes særskilt først gjennom aktiv eierskapsstyring, deretter eventuelt for utelukkelse fra investeringsuniverset.

Komiteens medlem fra Kristelig Folkeparti viser til forslag om utelukkelse av tobakksaksjer fremmet i Dokument nr. 8:57 (2006–2007) og legger til grunn at disse innspillene vurderes i den videre evalueringen av fondets etiske retningslinjer. Dette medlem viser til sin begrunnelse i dokumentet, og fremmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen utelukke investeringer i tobakksprodusenter fra referanseportefølje og investeringsunivers i Statens pensjonsfond – Utland."

5. UTVIKLING OG OPPFØLGING AV RAMMEVERKET FOR FORVALTNINGEN

5.1 Sammendrag

5.1.1 *Risikobasert oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland*

Kapitalen i Statens pensjonsfond vokser raskt. Samtidig er investeringsstrategien for fondet i stadig utvikling. Det skjer i tillegg store omlegginger av til-

synet med risikostyringen i finansforetak som følge av nye regler både i Europa (EU-direktiv) og globalt (Basel II). Departementet ser det som en viktig oppgave å påse at rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond løpende tilpasses denne utviklingen.

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

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

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

"Norges Bank driver spesialisert forvaltning. Departementet skal gjennom å stille krav til rapportering lettere kunne identifisere områder der en ved hjelp av ekstern ekspertise kan evaluere Norges Banks overholdelse av påleggene i rammeverket. Departementet legger opp til regelmessige, omfattende gjennomganger av forvaltningen og spesielt risikostyringen til Norges Bank i samarbeid med konsultantselskaper med egnet spesialkompetanse. Departementet vil i egnede dokumenter rapportere om dette til Stortinget".

I perioden 2006–2007 er det gjennomført et første prosjekt knyttet til oppfølgingen av Norges Banks kapitalforvaltning basert på de nye kravene i rammeverket. Etter en forutgående anbudskonkurranse valgte Finansdepartementet en internasjonal gruppe fra selskapet Ernst & Young LLP (London/Zürich/

New York) til å gjennomgå risikostyringen og kontrollrutinene i Norges Bank.

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

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

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

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

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

- opprettelse av en revisjonskomité for hovedstyret,
- opprettelse av en egen internrevisjon,

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

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

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

Den kraftige veksten i fondets kapital, økningen i kompleksitet i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland og hensynet til god virksomhetsstyring

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

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

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

Det bør her vurderes om revisor, i tillegg til å foreta finansiell revisjon av regnskapet, bør få såkalte attestasjonsoppdrag på enkelte områder, for eksempel når det gjelder vurdering av systemer for internkontroll.

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

5.1.2 Nytt rammeverk for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

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

Hovedprinsippene i den tidligere organiseringen av Folketrygdfondet er videreført i den nye loven om Folketrygdfondet, og det er ikke lagt opp til endringer i Folketrygdfondets virksomhet eller i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Det nye ram-

meverket innebærer en opprydding i regelverket som samtidig vil bidra til å synliggjøre skillet mellom formuesmassen Statens pensjonsfond – Norge og Folketrygdfondet som forvalter av denne formuesmassen. Formaliseringen av rammeverket innebærer også en klargjøring av ansvarsdelingen mellom departementet og Folketrygdfondets styre. Departementet fastsetter overordnede investeringsrammer, mens styret i Folketrygdfondet er ansvarlig for den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge.

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

5.2 Komiteens merknader

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, viser til at Finansdepartementet vedtok å utvide investeringsuniverset for Statens pensjonsfond – Utland med virkning fra 1. januar 2006. Utvidelsen innebærer økte frihetsgrader for Norges Bank i den aktive forvaltningen. Som en naturlig del av utvidelsen av investeringsuniverset ble det stilt strengere krav til Norges Bank knyttet til risikostyring, verdivurdering, avkastningsmåling og rapportering. Flertallet er tilfreds med at dette er fulgt opp med en ekstern gjennomgang av risikostyringssystemene, i tråd med Stortingets forutsetninger.

Flertallet mener at det er nødvendig å fortsette å videreutvikle bankens styrings- og kontrollstruktur. Flertallet har merket seg at Regjeringen vil sende forslag til endringer i sentralbanklovens bestemmelser om regnskap og revisjon på høring, med det formål å styrke kontroll- og tilsynsapparatet ytterligere.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet, Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre har merket seg de konklusjonene selskapet Ernst & Young har trukket på bakgrunn av selskapets gjennomgang av Norges Banks risikostyring i forbindelse med forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Disse medlemmer registrerer at Ernst & Young finner det vanskelig å foreta en relevant sammenligning med risikostyringen av andre store fond andre steder i verden.

Disse medlemmer er imidlertid glade for at departementet og Norges Bank allerede er i gang med å utbedre en rekke forhold knyttet til risikostyringen, og at klarere ansvarsforhold og mer aktivt bruk av ekstern revisjon forhåpentligvis vil gjøre forvaltningen mer transparent og sporbar.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet er imidlertid bekymret for at Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond etter hvert er blitt så omfattende at den kan gå på bekostning av Norges Banks tradisjonelle oppgaver. Ettersom en stadig større andel av bankens tilsatte har oppdrag knyttet til pensjonsfondets forvaltning, vil det være en risiko for at banken har mindre fokus på makro- og mikroøkonomiske analyser. Disse medlemmer ber derfor om at Regjeringen foretar en vurdering av om hvorvidt dagens organisering er best egnet og mest hensiktsmessig. I en slik gjennomgang vil det være naturlig at man også vurderer Finansdepartementets rolle. I arbeidet med en slik gjennomgang er det naturlig at man også vurderer hvorvidt det er hensiktsmessig at Statens pensjonsfond oppretter et eget styre og om hvorvidt det bør etableres en egen administrasjon.

På bakgrunn av ovennevnte fremmer disse medlemmer følgende forslag:

"Stortinget ber Regjeringen foreta en vurdering av om hvorvidt dagens organisering av statens pensjonsfond er best egnet og mest hensiktsmessig. I en slik gjennomgang bør man også vurdere Finansdepartementets rolle. I arbeidet med en slik gjennomgang er det naturlig at man også vurderer hvorvidt det er hensiktsmessig at Statens pensjonsfond oppretter et eget styre, og om hvorvidt det bør etableres en egen administrasjon."

6. STATLIGE INVESTERINGSFOND

6.1 Sammendrag

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

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

Det har i den senere tid vært tiltagende internasjonal oppmerksomhet rundt statlige investeringsfond. Oppmerksomheten har tatt seg opp i takt med at enkelte av fondene er blitt relativt store, samtidig som utsiktene framover tilsier fortsatt betydelig

vekst. I tillegg kommer at noen av fondene har gjennomført store enkelttransaksjoner som har vakt oppsikt internasjonalt. Flere finansinstitusjoner, som har vært hardt rammet av uroen i de internasjonale finansmarkedene siden sommeren 2007, har fått tilført betydelige kapitalbeløp fra statlige investeringsfond i Singapore, Midtøsten og Kina.

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

Et annet aspekt som har vært framhevet i debatten om statlige investeringsfond, er potensialet for negative virkninger på internasjonale finansmarkeder som følge av fondenes størrelse og manglende åpenhet, hvor frykten er at uventede, store endringer i fondenes portefølje kan føre til markedsuro. Mangel på åpenhet kan i den sammenheng forsterke investors usikkerhet og føre til større markedsbevegelser.

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

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

Økt åpenhet om investeringsvirksomheten har blitt understreket av flere land som viktig for å

begrense faren for "finansiell proteksjonisme". Det har videre blitt tatt til orde for at de statlige investeringsfondene fraskriver seg retten til å utøve eierskap i selskapene de investerer i, selv om dette rent prinsipielt kan svekke det viktige arbeidet med å holde selskapsledelsen ansvarlig overfor eierne.

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

Debatten internasjonalt om statlige investeringsfond understreker sterkt betydningen av en klar rolledeling mellom eier (representert ved politiske myndigheter) og kapitalforvalter, og åpenhet om den operative forvaltningen. I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland legges det vekt på profesjonalitet og høy grad av åpenhet, hvor formålet er å skape høy avkastning innenfor moderat risiko. Åpenhet framheves som et virkemiddel for å skape tillit til forvaltningen, både innenlands og internasjonalt. Videre anses åpenhet om forvaltningen av store fond som et bidrag til å stabilisere de globale finansmarkedene. Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland sikter mot beste praksis internasjonalt, og prinsippene for eierskapsutøvelsen er basert på internasjonale standarder som FNs Global Compact og OECD retningslinjer for eierskapsutøvelse og flernasjonale selskaper.

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

6.2 Komiteens merknader

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, tar redegjørelsen til etterretning. Flertallet er glade for at Statens pensjonsfond – Utland blir sett på som et eksempel til

etterfølgelse internasjonalt når det gjelder innsyn og åpenhet i forvaltningen.

Flertallet viser til omtalen av statlige investeringsfond. Flertallet støtter Regjeringens linje med hensyn til å arbeide med slike spørsmål i multilaterale fora som IMF og OECD.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet mener det er svært uheldig dersom statlige investeringsfond styres av politiske fremfor forretningsmessige målsettinger. Disse medlemmer har derfor forståelse for den bekymring enkelte vestlige land har gitt uttrykk for med hensyn til investeringsaktivitetene til slike voksende fond.

Disse medlemmer antar at denne bekymringen kun i liten grad rettes mot Statens pensjonsfond – Utland, men understreker at bruken av rigide etiske retningslinjer i stor grad er å betrakte som politiske eller ikke-kommersielle målsettinger. Ikke minst gjelder dette Regjeringens subjektive og inkonsekvente bruk av etiske retningslinjer knyttet til internasjonal forsvarsindustri, hvor uttrekk av selskaper skyldes bedriftenes pålagte produksjonsoppdrag på vegne av sine respektive regjeringer. Uttrekk fra slike bedrifter er i høyeste grad politiske ytringer hvor åpenhet rundt uttrekkene forsterker det politiske budskapet. Disse medlemmer viser for øvrig til sine merknader og forslag under pkt. 4.2.

7. FORSLAG FRA MINDRETALL

Forslag fra Fremskrittspartiet:

Forslag 1

Stortinget ber Regjeringen fremsette et grunnlovsforslag om et Statens pensjonsfond som på sikt skal sikre Folketrygdens medlemmers opptjente pensjonsrettigheter, basert på pensjonspremier fra medlemmer og arbeidsgivere samt fondsavkastning.

Forslag 2

Stortinget ber Regjeringen utrede muligheten for å etablere et kapitalforvaltermiljø i Norge basert på investeringene som gjøres gjennom Statens pensjonsfond – Utland.

Forslag 3

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 4

Stortinget ber Regjeringen foreta en ny gjennomgang av de bedriftene som i dag er utelukket fra Statens pensjonsfonds aksjeportefølje, og at disse bedriftene vurderes i lys av advarsler uttrykt både av sentralbanksjefen og av Fremskrittspartiet.

Forslag 5

Stortinget ber Regjeringen foreta en vurdering av om hvorvidt dagens organisering av statens pensjonsfond er best egnet og mest hensiktsmessig. I en slik gjennomgang bør man også vurdere Finansdepartementets rolle. I arbeidet med en slik gjennomgang er det naturlig at man også vurderer hvorvidt det er hensiktsmessig at Statens pensjonsfond oppretter et eget styre, og om hvorvidt det bør etableres en egen administrasjon.

Forslag fra Kristelig Folkeparti:

Forslag 6

Stortinget ber Regjeringen utelukke investeringer i tobakksprodusenter fra referanseportefølje og investeringsunivers i Statens pensjonsfond – Utland.

8. KOMITEENS TILRÅDING

Komiteen har ellers ingen merknader, viser til meldingen og rå Stortinget til å gjøre følgende

vedtak:

St.meld. nr. 16 (2007–2008) – Statens pensjonsfond i 2007 – vedlegges protokollen.

Oslo, i finanskomiteen, den 5. juni 2008

Reidar Sandal

leder

Christian Tybring-Gjedde

ordfører

Vedlegg**Brev fra Finansdepartementet v/statsråden til Stortingets presidentskap, datert 3. juni 2008**

I brev av 29. mai 2008 har det vorte ein feil i opp-
gjeve beløp. Finansdepartementet ber Stortinget sjå
bort frå det brevet og leggje dette brevet til grunn.

I St. meld. nr. 3 (2007-2008) Statsrekneskapen
for 2007 har det kome inn ein feil knytt til tabell 3.7
Statens inntektskrav i vedlegg 3.

Riksrevisjonen har påpeika at inntektskravet
under kap. 5501, post 70 Toppskatt mv. per
31.12.2007 er ført opp med feil beløp. Skattedirekto-
ratet har korrigert denne posten i si rapportering til
Finansdepartementet, men korrigeringa er gjort etter
trykking av St.meld. nr. 3 (2007-2008). Rett beløp
skal vera 1 789 650 000 kroner.