



Innst. 373 S

(2009–2010)

**Innstilling til Stortinget
fra finanskomiteen**

Meld. St. 10 (2009–2010)

**Innstilling fra finanskomiteen om forvaltning av
Statens pensjonsfond i 2009**



Innst. 373 S

(2009–2010)

Innstilling til Stortinget fra finanskomiteen

Meld. St. 10 (2009–2010)

Innstilling fra finanskomiteen om forvaltning av Statens pensjonsfond i 2009

Til Stortinget

1. Innledning

1.1 Sammendrag

Hovedtrekk

Formålet med Statens pensjonsfond er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter. En langsiktig og trygg forvaltning av Statens pensjonsfond bidrar til å sikre at petroleumsformuen kan komme alle generasjoner til gode.

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Den operative forvaltningen av de to delene av fondet ivaretas av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet, og skjer innenfor overordnede retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet. Statens pensjonsfond er ingen juridisk person, og fondet har ikke eget styre eller egen administrasjon.

Regjeringens mål er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. Dette innebærer at en skal identifisere ledende praksis internasjonalt i alle deler av forvaltningen og strekke seg mot dette.

Gjennom investeringsstrategien søker Finansdepartementet å utnytte særtrekk ved fondet som størrelse og langsiktighet, og å skape et best mulig bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko.

Investeringene i fondet har en svært lang tidshorisont. Strategien bygger derfor på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. Det er lagt

vekt på bred spredning av investeringene, både geografisk, mellom aktivaklasser, mellom sektorer og mellom selskaper.

Fondets investeringsstrategi ser ut til å fungere godt. Siden fondet ble etablert og fram til utgangen av 2007 var det oppnådd en gjennomsnittlig årlig realavkastning i overkant av departementets langsiktige avkastningsforventninger. Forvaltningsresultatene i 2008 endret vesentlig på dette bildet. Finanskrisen hadde en dramatisk innvirkning på det finansielle systemet og den makroøkonomiske utviklingen i mange land. Dette bidro sterkt til et uvanlig stort fall i de internasjonale aksjemarkedene, noe som preget resultatene for Statens pensjonsfond i 2008.

Sterk gjeninnhenting gjennom fjoråret bidro til at tapene i 2008 langt på vei ble reversert. I 2009 var avkastningen av fondet høyere enn i noe annet år siden det ble opprettet. Erfaringene fra de to siste årene gir ikke grunn til å endre anslaget på 4 pst. realavkastning som en rimelig forventning til langsiktig avkastning for SPU.

Erfaringene viser samtidig at vi må være forberedt på at markedene kan svinge mye fra tid til annen. Statens pensjonsfond har stor evne til å tåle slike svingninger. Fondet har ikke forpliktelser som gjør at det blir tvunget til nedsalg som følge av svake resultater. Investeringsstrategien sikter derfor ikke mot at verdisvingningene blir minst mulige på kort sikt. En strategi som utelukkende har som formål å minimere de årlige svingningene ville gitt vesentlig lavere forventet avkastning.

Investeringene i fondet er fordelt på flere tusen enkeltaksjer og enkeltobligasjoner i de internasjonale finansmarkedene. Dette bidrar til å sikre bred spredning av risikoen i fondet. Det vil likevel alltid være en risiko for tap på enkeltelskaper i en slik portefølje. Formålet med investeringsstrategien for Sta-

tens pensjonsfond er ikke å unngå slike tap på enkeltinvesteringer, men å sørge for at investeringene samlet sett gir høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko.

I de årlige meldingene til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond legger departementet stor vekt på å illustrere risikoen for kortsiktige svingninger i fondets verdiutvikling. En måte å belyse risikoen i fondet på under perioder med markedsure er å beregne utviklingen i fondets verdi under ulike kriseperioder. I figur 1.1 i meldingen er det illustrert hvordan verdien av SPU ville ha utviklet seg under to historiske kriser, sammenliknet med den faktiske utviklingen under finanskrisen fra 2008.

Eksempelvis ville en gjentakelse av krisen i trettiårene ha ført til at fondet falt med vel 3 pst. i verdi det første året, og ytterligere snaut 3 pst. og 13 pst. i henholdsvis det andre og tredje året. Avkastningen det fjerde året ville imidlertid kompensert for dette tapet. Figuren viser videre at tapene under finanskrisen var noe større enn de ville ha vært under tidligere kriser. Samtidig ser denne krisen foreløpig ut til å være mer kortvarig, og tapene ser derfor ut til å gjenvinnes raskere.

Det kan trekkes flere lærdommer av finanskrisen for forvaltningen av Statens pensjonsfond. En viktig lærdom er betydningen av å holde fast ved strategien over tid. En bør ikke kaste om på strategien og selge verdipapirer rett etter at de har falt i verdi. Det er nettopp risikoen for verdifall en får betalt for å ta, og for å kunne høste en slik kompensasjon må en ha vilje og evne til å holde fast ved strategien også i perioder med markedsure. Finanskrisen kan derfor sies å ha vært en prøve på robustheten i strategien for fondet.

Stortingets behandling av fjorårets melding om forvaltningen av Statens pensjonsfond viste at det fortsatt er bred enighet om den overordnede langsiktige strategien for fondet. Samtidig understreket den betydningen av at metodene for å identifisere, styre og kommunisere ulike risikofaktorer videreutvikles løpende.

Aktiv forvaltning i SPU

Finansdepartementet har fastsatt hovedtrekkene i investeringsstrategien for fondet gjennom en såkalt referanseindeks, etter forutgående behandling i Stortinget. Innenfor retningslinjer satt av departementet kan Norges Bank foreta avvik fra denne indeksen – såkalt aktiv forvaltning. Formålet med aktiv forvaltning er å oppnå en meravkastning utover den avkastningen som ville følge av å investere nøyaktig i tråd med referanseindeksen.

Finanskrisen avdekket at risikoen i den aktive forvaltningen av fondets obligasjoner ikke var tilstrekkelig identifisert og kommunisert. Finansdepartementet mener det er av grunnleggende betydning at

den aktive forvaltningen bygger på et solid faglig fundament og at den har bred oppslutning. Erfaringene fra forvaltningen av fondet i 2008 viste at det var behov for å gjøre en ny vurdering av det faglige grunnlaget for aktiv forvaltning, og for å klargjøre nærmere hvilken rolle aktiv forvaltning skal spille som del av den samlede investeringsstrategien framover.

Regjeringen varslet i fjorårets melding om forvaltningen av Statens pensjonsfond at den ville komme tilbake til Stortinget våren 2010 med et bredt beslutningsgrunnlag og en vurdering av hvorvidt eller i hvilket omfang aktiv forvaltning i SPU skal videreføres.

Departementets vurdering av innslaget av aktiv forvaltning tar utgangspunkt i den overordnede investeringsstrategien. Hvilken rolle aktiv forvaltning skal spille som del av den samlede strategien bør derfor bygge på en avveining mellom forventet avkastning og risiko og en vurdering av i hvilken grad aktiv forvaltning bidrar til å utnytte fondets særtrekk. I meldingen vurderes ulike strategier for aktiv forvaltning og omfanget av aktiv forvaltning.

Departementet legger opp til at det fortsatt bør være en viss ramme for å avvike fra fondets referanseindeks. En helt passiv forvaltning forventes å påføre fondet unødige kostnader, og særtrekk ved fondet gir dessuten et potensial for en meravkastning som etter departementets syn bør utnyttes i noen grad. Ut over dette vil et visst omfang av aktiv forvaltning kunne ha positive vekselvirkninger med øvrige deler av forvaltningen.

Det er samtidig lagt opp til flere endringer som samlet sett vil gi mindre rom for aktiv forvaltning. Sentrale endringer er:

- Rammen for såkalt forventet relativ volatilitet endres fra en øvre grense på 1,5 pst. til at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke skal overstige 1 pst. Det tas samtidig høyde for at rammen kan overskrides i helt spesielle situasjoner.
- Det settes krav om supplerende risikorammer for å bidra til å begrense avvik fra indeksen som erfaringsmessig ikke fanges så godt opp gjennom forventet relativ volatilitet. Eksempler på slike rammer er grenser for avvik fra referanseindeksen målt i nominelt kronebeløp og krav til minimum sammenfall mellom referanseindeksen og den faktiske porteføljen.
- Norges Bank avskjæres fra å belåne porteføljen med sikte på å øke fondets økonomiske eksponering mot risikable aktiva. En slik begrensning vil utelukke en del av de strategiene som tidligere har vært benyttet i den aktive forvaltningen av renteporteføljen.

- Banken vil også bli pålagt å måle og rapportere om fondets eksponering mot systematiske risikofaktorer.

Flere av disse endringene er allerede innarbeidet i reglene for kapitalforvaltningen som er gitt av Norges Bank hovedstyre til forvaltningsenheten Norges Bank Investment Management (NBIM).

Utover dette er det de siste årene iverksatt en rekke tiltak for å styrke kontrollen og tilsynet med forvaltningen, jf. omtale av rammeverket for forvaltningen nedenfor.

Eiendomsinvesteringer i SPU

Det er tidligere besluttet å investere inntil 5 pst. av midlene i SPU i fast eiendom. Dette er den tredje største aktivaklassen i verden etter aksjer og obligasjoner, og andre store fond internasjonalt investerer i eiendom. Beslutningen om å inkludere eiendom som en egen aktivaklasse kan ses på som en naturlig videreutvikling av strategien for å utnytte fondets særtrekk, og bidrar til å spre investeringene bedre. I meldingen presenteres retningslinjene for investeringer i fast eiendom som trådte i kraft 1. mars i år.

Ansvarlig investeringspraksis

Statens pensjonsfond forvaltes på vegne av den norske befolkningen. Befolkningens etiske fellesverdier danner et grunnlag for en ansvarlig forvaltning av fondet. Målet om å sikre langsiktig god avkastning handler om å la framtidige generasjoner ta del i inntektene fra petroleumsvirksomheten. God finansiell avkastning over tid er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand. Siden fondet er investert i svært mange av verdens selskaper, har vi derfor både et ansvar for og en egeninteresse i å bidra til god selskapsstyring og ivaretagelse av miljø og samfunnsmessige hensyn.

I 2008 gjennomførte Finansdepartementet en bred evaluering av de etiske retningslinjene for SPU. Resultatene ble presentert for Stortinget i fjorårets melding. For å styrke fondets ansvarlige investeringspraksis har departementet iverksatt flere nye tiltak. I den sammenheng er det lagt vekt på faktorer som kan påvirke den langsiktige avkastningen, herunder god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i alle deler av forvaltningen. Departementet har blant annet satt i gang et nytt investeringsprogram for miljørettede investeringer og deltar i et forskningsprosjekt som skal vurdere nærmere hvordan klimautfordringene kan påvirke finansmarkedene. Arbeidet med eierskapsutøvelse og uttrekk er også styrket, i tråd med ambisjonen om påvirkning til en bærekraftig utvikling. Dette ble nedfelt i nye regler for ansvarlig investeringspraksis fra 1. mars i

år som presenteres i denne meldingen. De nye reglene erstatter de etiske retningslinjene som ble fastsatt 19. november 2004.

Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009

Avkastningen på SPUs investeringer var i 2009 25,6 pst, tilsvarende 613 mrd. kroner. Dette er det beste resultatet som er oppnådd siden 1998. SPNs investeringer ga en avkastning på 33,5 pst., tilsvarende vel 29 mrd. kroner. Norges Bank oppnådde svært gode resultater i den aktive forvaltningen i fjor, særlig for obligasjonsinvesteringene. Dette må ses i sammenheng med en gradvis normalisering i obligasjonsmarkedene internasjonalt og reverseringen av de lave markedsprisene på rentepapirer i 2008. Folketrygdfondet oppnådde i 2009 svakere resultater enn referanseindeksen for aksjer og sterkere resultater for obligasjoner, men totalresultatet ble alt i alt svakere enn referanseindeksen.

Store petroleumsinntekter og moderat avkastning har ført til at Statens pensjonsfond er et av verdens største fond. Den samlede markedsverdien til fondet var ved årsskiftet på 2 757 mrd. kroner. Dette tilsvarende mer enn ett års samlet brutto verdiskaping i Norge, eller om lag 570 000 kroner per innbygger i Norge.

Den sterke oppbyggingen av finanskapital innebærer at fondet er en betydelig eier i finansmarkedene. Internasjonalt eide SPU ved utgangen av 2009 i gjennomsnitt om lag 1 pst. av verdens børsnoterte selskaper. I Norge eide SPN ved utgangen av 2009 i gjennomsnitt 4,4 pst. av verdien av norske selskaper på Oslo Børs.

Rammeverket for forvaltningen

Løpende forbedringer i rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond har en sentral plass i departementets arbeid med fondet. I meldingen omtales flere tiltak som er iverksatt de senere årene for å styrke forvaltningen av fondet. Sentrale tiltak er:

- utvidet rapportering til Stortinget fra 2007 gjennom en egen melding om forvaltningen av fondet,
- endringer i sentralbankloven for å presisere rolle- og ansvarsfordelingen mellom Norges Banks hovedstyre og representantskap,
- ny revisjonsordning og lovfesting av krav om internrevisjon i Norges Bank,
- ny forskrift om risikostyring og internkontroll i Norges Bank,
- styrking av Norges Banks interne styringsstruktur, med klargjøring av rolle- og ansvarsfordelin-

gen mellom hovedstyret og kapitalforvaltningsenheten (NBIM),

- omfattende omorganisering av NBIM med vesentlig styrket risikostyring og rapportering,
- styrking av hovedstyrets oppfølging av NBIM, blant annet gjennom et nytt investeringsmandat for virksomhetens leder, med utfyllende regler for hva SPU kan investeres i og hvor stor risiko som kan tas i forvaltningen, og nye prinsipper for risikostyringen i kapitalforvaltningen, og
- omdanning av Folketrygdfondet til særlovsselskap, etablering av ny revisjonsordning og fastsettelse av nye retningslinjer for forvaltningen av SPN som innebærer vesentlig strengere krav til måling, styring og kontroll av risiko og rapportering enn tidligere.

I tillegg til disse tiltakene er det varslet at departementet vil fastsette nye regler for den aktive forvaltningen i Norges Bank, jf. omtalen ovenfor. Banken har selv offentliggjort interne retningslinjer for måling og styring av risiko.

Status for risikostyringen i SPU

Departementet varslet i fjorårets melding at en ville foreta en ny ekstern gjennomgang av risikostyringen i SPU. I Nasjonalbudsjettet 2010 ble det pekt på at en slik ekstern gjennomgang av bankens kapitalforvaltning mest hensiktsmessig kunne utføres som et attestasjonsoppdrag gitt av Norges Banks representantskap til bankens eksterne revisor. I denne meldingen gjøres det rede for en rapport fra bankens revisor (Deloitte) som går gjennom utforming og implementering av organisasjonsstruktur og rammeverk for styring av operasjonell risiko i Norges Bank. Attestasjonsoppdraget gir en uavhengig vurdering av status for risikostyringen i banken, herunder om risikostyringen er utformet og implementert i tråd med relevante rammeverk og standarder. Gjennomgangen viser at banken i det alt vesentligste har utformet og implementert en organisasjonsstruktur og et rammeverk for styring av operasjonell risiko som er i tråd med anerkjente standarder, samt at den i det alt vesentligste har fulgt opp anbefalingene i den tidligere gjennomgangen av risikostyringen knyttet til organisasjonsstruktur og rammeverket for styring av operasjonell risiko.

Oppsummering

Etter departementets vurdering har Statens pensjonsfond alt i alt kommet seg godt gjennom finanskrisen. Det er fortsatt bred oppslutning om den langsiktige investeringsstrategien, og de svært gode resultatene i fjor innebærer at tapene i 2008 langt på vei er gjenvunnet. Finanskrisen har likevel gitt viktige lærdommer for forvaltningen, blant annet når det gjelder forståelse av de risikofaktorer som påvirker fondets

avkastning og behovet for bedre metoder for å identifisere, styre og kommunisere fondets eksponering mot disse faktorene. De siste årene er det lagt ned et betydelig arbeid i departementet og i Norges Bank og Folketrygdfondet for å styrke forvaltningen av Statens pensjonsfond. Flere av disse tiltakene er innført relativt nylig eller vil bli innført i løpet av det nærmeste året. Tiltakene vil etter departementets syn samlet sett bidra til en vesentlig styrking av fondets forvaltning.

Meldingen består av to deler: Del I gjør rede for forvaltningen av Statens pensjonsfond, med utgangspunkt i de tre hovedområdene for departementets arbeid med fondet; investeringsstrategi, ansvarlig forvaltning og oppfølging og utvikling av rammeverket for forvaltningen. Del II inneholder temaartikler som belyser enkelte av temaene omtalt i del I.

Lov om Statens pensjonsfond og forskriftene om forvaltningen av fondet med utfyllende bestemmelser og respektive forvaltningsavtaler er offentliggjort på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf). Norges Banks og Folketrygdfondets årsrapporter følger som utrykte vedlegg til denne meldingen (se www.norges-bank.no og www.ftf.no). Etikkrådets årsrapporter er tilgjengelig på www.etikkradet.no.

1.2 Komiteens merknader

Komiteen, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Thomas Breen, Gunvor Eldegard, Irene Johansen, Gerd Janne Kristoffersen, lederen Torgeir Micaelsen, Torfinn Opheim og Dag Ole Teigen, fra Fremskrittspartiet, Ulf Leirstein, Jørund Rytman, Kenneth Svendsen og Christian Tybring-Gjedde, fra Høyre, Gunnar Gundersen, Arve Kambe og Jan Tore Sanner, fra Sosialistisk Venstreparti, Inga Marte Thorkildsen, fra Senterpartiet, Per Olaf Lundteigen, fra Kristelig Folkeparti, Hans Olav Syversen, og fra Venstre, Borghild Tenden, viser til finansministerens brev av 4. mai 2010 om trykkfeil i meldingen. Brevet er vedlagt innstillingen. Komiteen viser videre til at det 18. mai 2010 ble gjennomført åpen høring om Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond 2009, og høring med finansminister Sigbjørn Johnsen, sentralbanksjef Svein Gjedrem og direktør for Norges Bank Investment Management (NBIM) Yngve Slyngstad.

Komiteen viser til Meld. St. 10 (2009–2010) og tar rapporteringen om forvaltningen av Statens pensjonsfond til orientering. Komiteen er tilfreds med at Stortinget fra 2007 får en årlig melding om forvaltningen av fondet, som ledd i styrkingen av rammeverket for og åpenhet om forvaltningen. Sam-

tidig ble det understreket betydningen av at metodene for å identifisere, styre og kommunisere ulike risikofaktorer videreutvikles løpende.

Komiteen viser til at det i fjorårets melding var hovedfokus på finanskrisens virkninger på resultatene for Statens pensjonsfond i 2008, og evalueringen av de etiske retningslinjene og oppfølgingen av denne. Hovedkonklusjonen i behandlingen av meldingen var at de etiske retningslinjene bygger på et solid fundament og har vist seg å være robuste over tid, og at hovedtrekkene i eierskapsutøvelsen videreføres. Regjeringen foreslo enkelte endringer og justeringer i de etiske retningslinjene, og som omtalt i årets melding er flere av disse allerede igangsatt eller settes i gang om kort tid. Regjeringen la i fjorårets melding opp til enkelte endringer i rammeverket for oppfølging og kontroll med forvaltningen av fondet, samtidig som det ble orientert om innstramminger i den interne forvaltningen i Norges Bank. I tillegg ble det varslet en ny gjennomgang av status for risikostyringen og erfaringene med den aktive forvaltningen i Norges Bank, med bruk av eksterne konsulenter med spesialkompetanse. Blant annet på bakgrunn av dette skulle departementet komme tilbake med et bredt beslutningsgrunnlag og en vurdering av hvorvidt og eventuelt i hvilket omfang aktiv forvaltning i SPU skal videreføres våren 2010. Komiteen viser til at det er dette som er hovedtema i den foreliggende melding.

Komiteen viser til at regjeringen i meldingen presenterer og analyserer avkastningen på investeringene i Statens pensjonsfond i 2009, et år hvor avkastningen på SPUs investeringer var 25,6 pst., tilsvarende 613 mrd. kroner. Det er det beste resultatet som er oppnådd siden 1998, og innebærer at tapene i 2008 langt på vei er gjenvunnet. SPNs investeringer ga en avkastning på 33,5 pst., tilsvarende vel 29 mrd. kroner. Statens pensjonsfond er nå et av verdens største fond med en samlet markedsverdi på 2 757 mrd. kroner ved årsskiftet, noe som tilsvarer mer enn ett års samlet brutto verdiskaping i Norge, eller ca. 570 000 kroner per innbygger i Norge.

Komiteen tar for øvrig redegjørelsen til orientering.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, viser til at Stortingets behandling av fjorårets melding viste at det er bred enighet om den overordnede langsiktige strategien og målsettingen for fondet.

Flertallet viser til at en hovedkonklusjon i behandlingen av fjorårets melding var at komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, fant det riktig å holde fast ved fondets langsiktige investeringsstrategi, også etter et turbulent år.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet, Kristelig Folkeparti og

Venstre er tilfreds med at man vurderer å opprette et fond for investeringer i fremvoksende markeder. Disse medlemmer er skuffet over at dette har blitt utsatt og ønsker fortgang i denne prosessen. Disse medlemmer har ved flere anledninger tatt til orde for å opprette et fond for investeringer i fremvoksende markeder i u-land/private næringsliv i u-land. Dette er i tråd med både konklusjonene til Utviklingsutvalget og Norfunds anbefalinger.

Disse medlemmer fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen fremme forslag om å opprette et investeringsfond med formål å investere i bærekraftige bedrifter og prosjekter i fattige land og fremvoksende markeder, med en målsetting om samlet investeringsramme på minimum 10 mrd. kroner.»

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet og Kristelig Folkeparti setter pris på at det har blitt mer åpenhet rundt forvaltningen og ønsker at forvalternes lønns- og bonusbetingelser, samt frynsegoder, kommer klart frem i Norges Bank sine fremtidige rapporter. Disse medlemmer minner om at flere av fondets forvaltere mottok store bonusutbetalinger i 2008, et år hvor fondet hadde en negativ avkastning på 633 mrd. kroner. Disse medlemmer mener at bonusutbetalinger i 2008 viser at det i for liten grad er samsvar mellom oppnådde forvaltningsresultater og bonusutbetalinger. Disse medlemmer mener det bør være størst mulig sammenfallende interesser mellom kapitaleier og forvaltere. Ideelt sett bør derfor et bonusprogram ha både en opp- og nedside. Ikke minst bør dette være tilfelle i et forvaltningsfond som SPU, der forvaltningskapitalen overføres kvartalsvis uten at forvalterne trenger å gjøre noen anstrengelser for å skaffe investeringskapitalen til veie. Ved innføring også av en nedsidebonus vil kapitaleier og forvalter få samme avkastningsprofil og dermed større grad av interessesammenfall.

Disse medlemmer fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

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

Komiteens medlemmer fra Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre viser videre til at disse medlemmer i forbindelse med fjorårets tilsvarende behandling tok til orde for at det bør foretas en vurdering av om den valgte organiseringen av Statens pensjonsfond utland er optimal sett i forhold til de mål som er satt for forvaltningen og en

utredning av alternative måter å organisere fondet på, herunder spørsmålet om det i fortsettelsen skal være ett eller flere fond. Disse medlemmer mener fortsatt at dette er en aktuell problemstilling og fremmer derfor følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen i forbindelse med neste evaluering av Statens pensjonsfond utland å sørge for at det også foretas en utredning av alternative måter å organisere fondet på, herunder spørsmålet om det i fortsettelsen skal være ett eller flere fond.»

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet er bekymret for at Norges Banks forvaltning av fondet etter hvert har blitt så omfattende og stort at det kan gå på bekostning av Norges Banks tradisjonelle oppgaver. Ettersom en stadig større andel av bankens ansatte har oppdrag knyttet til pensjonsfondets forvaltning, vil det være en risiko for at banken har mindre fokus på finansiell stabilitet og analyser. Dagens ordning kan videre medføre uheldig samrøre mellom Finansdepartementet og forvaltningen av SPU. Det var gode grunner til at Norges Bank fikk oppgaven med å forvalte Oljefondet da det ble opprettet i 1996, ettersom sentralbanken hadde en viss erfaring med obligasjoner, samt greide å holde en armlengdes avstand til politisk detaljstyring. I dag setter stadig flere spørsmålsteget ved om Norges Bank har hatt tilstrekkelig kapasitet til å følge opp investeringene, og noen mener fondet har vokst seg for stort for banken. Dette utgjør etter hvert en betydelig virksomhet for Norges Bank, som ligger langt unna en sentralbanks kjernevirksomhet. Dette drøftes noe i meldingen. Dette taler for at denne virksomheten burde tas ut av Norges Bank. Samtidig er det ikke mulig å endre denne strukturen over natten, og alternative forvaltningsmodeller og strukturer må utredes og deretter komme på plass før man kan gjøre endringer, dersom man finner dette nødvendig. Disse medlemmer ønsker derfor at det foretas en større utredning av alternative måter å organisere fondet på, herunder å skille ut SPU fra Norges Bank.

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

Disse medlemmer viser til regjeringens ønske om å etablere et eget investeringsprogram på 20 mrd. kroner knyttet opp mot miljørelaterte investeringsmuligheter. Dette programmet vil være knyttet

opp mot «bærekraftige investeringer», og gjerne inkludere unoterte selskaper og teknologi i fremvoksende markeder. Disse medlemmer fester fortsatt ingen tillit til finansministerens forsikringer om at disse investeringene «vil gi minst like god avkastning» som andre deler av fondet. Disse medlemmer mener også at det er mest hensiktsmessig å legge forvaltningen til et eget fond og eget forvaltningsmiljø.

Disse medlemmer er enig med regjeringen i at fondet bør forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko, men mener regjeringen ikke tilfredsstiller sin egen målsetting når den tidligere har valgt å øke eksponeringen i aksjer til 60 pst. av fondets kapital. Disse medlemmer mener imidlertid det er positivt at man har påbegynt arbeidet med å spre risikoen ved å 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 Stortinget vedtok i fjor. Disse medlemmer ønsket at investeringsstrategien forble på aksjer 40 pst (intervall 35–45 pst.), obligasjoner 50 pst. (intervall 45–55 pst.) og resterende 10 pst i eiendom.

Disse medlemmer understreker at investeringer i realkapital i form av nasjonal infrastruktur, i svært mange tilfeller vil gi en langt høyere avkastning på sikt enn passivt eierskap i utenlandske bedrifter. Investeringer i eksempelvis samferdselsprosjekter vil kunne danne grunnlag for økt økonomisk vekst, og samtidig sikre oss et bedre grunnlag for alternative næringsveier den dagen olje- og gassforekomstene er ferdig utnyttet. Disse medlemmer viser til at Fremskrittspartiet tidligere har foreslått at det bør opprettes et infrastrukturfond, pålydende 300 mrd. kroner, der avkastningen fra dette fondet øremerkes investeringer i vei-, jernbane- og kollektivtiltak, inkludert bussbasert kollektivtrafikk og bredbånd.

Disse medlemmer fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

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

«Stortinget ber regjeringen, i forbindelse med neste evaluering av Statens pensjonsfond utland, også foreta en utredning av alternative måter å organisere fondet på, herunder å skille ut forvaltningen av SPU fra Norges Bank.»

«Stortinget ber regjeringen fremme forslag om å opprette et investeringsfond med formål å investere i bedrifter og prosjekter innenfor energi- og miljøsektoren, med spesiell vekt på nyskapende og miljøvennlig energiteknologi. Fondet må gjennom sin

virksomhet underbygge Norges posisjon som energinasjon.»

2. Investeringsstrategi

2.1 Bakgrunn for dagens investeringsstrategi

2.1.1 *Sammendrag*

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond tar utgangspunkt i fondets formål og særpreg, eierens avkastningsforventninger og risikopreferanser, samt oppfatninger om hvordan finansmarkedene fungerer.

Det vises til meldingen for nærmere omtale.

2.1.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar analysen i Meld. St. 10 (2009–2010) av investeringsstrategien for Statens pensjonsfond til etterretning. Komiteen viser til at siktemålet med fondets investeringer er høyest mulig avkastning, samtidig som fondet skal ha en markedsrisiko som er akseptabel for eierne, fondet skal ha god kontroll med operasjonell risiko, fondet skal være en ansvarlig investor, fondets særpreg som en stor og langsiktig eier skal utnyttes best mulig, og fondet skal følge gode styringsprinsipper. For at den norske befolkningen skal slutte opp om investeringene SPU gjør, er det viktig at fondet har åpenhet om investeringene og forvaltningen av fondet, og tar hensyn til etiske fellesverdier. Komiteen peker på at det kan være potensielle dilemmaer i avveiningen mellom etiske hensyn og prinsippet om at fondet ikke skal være et utenrikspolitisk instrument. Komiteen har imidlertid merket seg regjeringens syn på at fondet ikke skal være et bistandspolitisk eller utenrikspolitisk instrument. Komiteen deler dette synet og understreker samtidig viktigheten av å strebe etter en etisk forsvarlig forvaltning av fondet.

Komiteen viser til at fondets investeringsstrategi tar utgangspunkt i fondets formål og særpreg, målsetting om høyest mulig avkastning og grunnleggende antakelser om hvordan finansmarkedene fungerer. Til grunn for investeringsstrategien ligger en referanseindeks som er ment å gjenspeile eiers avveining mellom forventet avkastning og risiko. Komiteen viser til at ut fra et ønske om å bedre bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko, noe som blant annet ble understreket i komiteens behandling av meldingen for 2008, har referanseindeksen de siste årene blitt utvidet med nye markedssegmenter, land og aktivaklasser. Aksjeandelen er økt til 60 pst., mens obligasjonsandelen er redusert til 40 pst. Denne skal imidlertid gradvis reduseres til 35 pst. til fordel for en andel i eiendom på 5 pst., og komiteen viser til at fondets investeringer endres i tråd med dette. Komiteen viser videre til at utviklingen i den faktiske porteføljen vil avvike noe fra indeksen som

følge av aktiv forvaltning og forvaltningskostnader. Komiteen støtter regjeringens syn om at årlige gjennomganger av investeringsstrategien ivaretar behovet for å vedlikeholde og videreutvikle strategien.

Komiteen deler regjeringens syn om at anslagene for forventet realavkastning og risiko bør vurderes regelmessig i lys av ny informasjon, og at finanskrisen og dens virkning på verdens kapitalmarkeder de siste par år representerer slik viktig ny informasjon. Komiteen har merket seg at avkastningen under finanskrisen 2008–2009 ikke har påvirket de historiske gjennomsnittene for realavkastning og risiko i vesentlig grad, og at det ikke foreligger entydige og allment anerkjente forskningsresultater som tilsier en betydelig revurdering av forventet langsiktig realavkastning og risiko utelukkende som følge av finanskrisen. Komiteen er tilfreds med at regjeringen har økt oppmerksomhet mot langsiktige trender og utviklingstrekk innenfor produktivitet, økonomiske rammebetingelser, demografi, miljø- og klimaendringer, ressurstilgang og geopolitisk utvikling som kan medføre en potensiell risiko, og at det er startet et utredningsarbeid om langsiktige klimavirkninger for finansmarkedene i samarbeid med andre store internasjonale fond som forventes ferdig høsten 2010.

2.2 Forventet langsiktig realavkastning og risiko i SPU's referanseindeks

2.2.1 *Sammendrag*

Finansdepartementet har i St.meld. nr. 16 (2007–2008) og St.meld. nr. 20 (2008–2009) redegjort for hvilke markedsforventninger som ligger til grunn for beregningen av SPU's forventede langsiktige realavkastning og risiko. Departementet utarbeidet disse forventningene for om lag to år siden, og de ble vurdert og funnet rimelige av Finansdepartementets råd for investeringsstrategi. Mer spesifikt ble det utarbeidet forventninger til langsiktig realavkastning og risiko (volatilitet) for de globale aksje- og obligasjonsindeksene som inngår i fondets strategiske referanseindeks, og til en globalt diversifisert eiendomsportefølje. Også samvariasjonen (korrelasjonen) mellom realavkastningene til disse aktivaklassene ble anslått. Disse forventningsverdiene er gjengitt i tabell 8.1 og 8.2 i temaartikkelen om avkastningsforventninger i kapittel 8 i meldingen.

Til grunn for markedsforventningene ligger en analyse av historisk realavkastning og en gjennomgang av nyere forskningslitteratur. Forventningene er ment å gjelde på svært lang sikt. De representerer anslag for gjennomsnittlig årlig realavkastning og risiko (volatilitet) over en periode på mange tiår, eller over en periode som er lang nok til å omfatte mange konjunktursykler med tilhørende oppgangs- og ned-

gangstider i finansmarkedene. På kortere sikt, for eksempel over en tiårsperiode, kan forventningsverdiene avvike fra de langsiktige verdiene. Departementet har imidlertid ikke utarbeidet særskilte anslag for en kortere tidshorison.

Anslagene for forventet realavkastning og risiko bør vurderes regelmessig i lys av ny informasjon. Finanskrisen og dens virkning på verdens kapitalmarkeder de siste par år representerer viktig ny informasjon i så måte. Det er derfor interessant å se nærmere på i hvilken grad finanskrisen har endret historisk gjennomsnittlig realavkastning og risiko, og i hvilken grad den endrer departementets anslag.

Det er utviklingen i fondets realverdi i valuta, eller internasjonale kjøpekraft, som er relevant. Derfor bør en gjennomgang som denne fokusere på realavkastning heller enn nominell avkastning. En fanger dermed opp inflasjonsrisikoen knyttet til de ulike aktivaklassene som inngår i SPU's referanseindeks. For eksempel framstår nominelle statsobligasjoner som mer risikable for fondet når en legger vekt på realavkastning, siden inflasjonsrisiko er en vesentlig faktor i prisingen av denne aktivaklassen. Investeringer som direkte eller indirekte gir eiendomsrett til realverdier, som aksjer og fast eiendom, gir over tid bedre beskyttelse mot denne typen risiko.

Avkastningen under finanskrisen 2008–2009 har ikke påvirket de historiske gjennomsnittene for realavkastning og risiko i vesentlig grad. Aksjevolatiliteten har steget marginalt, fra 15 pst. ved utgangen av 2007 til 15,6 pst. ved utgangen av 2009 når man regner gjennomsnittet siden 1900. Den historiske fordelingen av årlig realavkastning er også blitt noe skjeve i retning av lavere avkastning. Dette er nærmere beskrevet i kapittel 8.

Det foreligger ikke entydige og allment anerkjente forskningsresultater som tilsier en betydelig revurdering av forventet langsiktig realavkastning og risiko utelukkende som følge av finanskrisen.

Derimot vil utvilsomt langsiktige strukturelle utviklingstrekk eller globale makrotrender, slik som produktivitet, økonomiske rammebetingelser, demografi, miljø- og klimaendringer, ressurstilgang og geopolitisk utvikling ha stor betydning for langsiktig forventet avkastning og risiko. Departementet vil rette økt oppmerksomhet mot slike potensielle risikofaktorer, og har i den sammenheng startet et utredningsarbeid om langsiktige klimavirkninger, i samarbeid med andre store internasjonale fond. Resultatene av dette arbeidet forventes å foreligge høsten 2010.

Den informasjon som nå foreligger gir ikke grunnlag for vesentlige endringer i departementets langsiktige markedsforventninger, slik de ble formulert for to år siden. Det er likevel foretatt et par mindre justeringer. For det første virker det rimelig å

oppjustere forventet aksjevolatilitet fra 15 pst. til 16 pst. på bakgrunn av historisk volatilitet. For det andre er det naturlig å anta en svak grad av skjevhet i fordelingen av årlig realavkastning på aksjer. Dette kan gi mer realistiske estimater for risikoen for store tap i SPU's referanseindeks. Det er ingen endringer i forventningene knyttet til obligasjoner eller eiendomsinvesteringer. De oppdaterte markedsforventningene er vist i tabell 8.4 i kapittel 8 i meldingen.

Departementets anslag for statsobligasjonsavkastning ligger noe høyere enn det historiske gjennomsnittet, mens det motsatte er tilfelle for aksjer. Anslagene for volatilitet er nær de historiske gjennomsnittene for både obligasjoner og aksjer. Bakgrunnen for avvikene fra historisk avkastning er nærmere forklart i kapittel 8.

Med de reviderte anslagene gir porteføljesimuleringene verdier for forventet realavkastning og risiko i SPU's referanseindeks som vist i tabell 2.1 i meldingen. Beregningene er gjort ved hjelp av en simulering av verdiutviklingen av porteføljen 15 år fram i tid (60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner). Horisonten er lang nok til å fange opp langsiktige effekter som blant annet flere rebalanseringer av porteføljen og en svak grad av «mean reversion» i aksjemarkedene, men ikke så lang at beregningene mister sin relevans for økonomisk planlegging på kortere sikt.

I en slik simulering kan verdiutviklingen til aktivaklassene få mange ulike utfall og således avvike vesentlig fra forventningsverdien. På den måten kan utfallsrommet til porteføljeverdien, eller risikoen, anslås over tid.

Det er kun små endringer i beregnet avkastning og risiko i forhold til tallene vist i de to foregående meldingene til Stortinget. Forventet gjennomsnittlig (geometrisk) årlig realavkastning av SPU's referanseindeks er fortsatt noe over 4 pst., mens forventet årlig porteføljevolatilitet øker litt, til 9,8 pst. Standardavviket av gjennomsnittlig årlig realavkastning over 15 år er 2,5 pst. Det er anslått at med 68 pst. sannsynlighet vil den årlige realavkastningen bli mellom 1,6 og 6,9 pst. over en 15-årsperiode. Det er også verdt å merke seg at det er anslått en betydelig sannsynlighet (vel 46 pst.) for at årlig realavkastning blir mindre enn 4 pst. over en 15-årsperiode. Videre er det anslått en relativt lav sannsynlighet (5,3 pst.) for at den akkumulerte realavkastningen blir mindre enn null, en økning på 1,6 prosentpoeng relativt til det tidligere anslaget.

Historiske data viser at det er betydelig variasjon over tid i realisert realavkastning på globalt diversifiserte aksje- og obligasjonsporteføljer. Dette gir opphav til historisk tidsvariasjon også i realavkastningen på en konstruert portefølje lik SPU's referanseindeks, med 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. Over rul-

lerende 15-årsperioder er svingningene i annualisert realavkastning på en slik referanseindeks store. Over lengre tidsperioder, for eksempel rullerende 50 årsperioder, er svingningene betydelig mer dempet. Tilsvarende svingninger må også forventes i framtiden. Spørsmålet om hvorvidt slike svingninger kan forutsettes berøres i kapittel 8.

Utviklingen i den faktiske porteføljen vil avvike noe fra indeksen som følge av aktiv forvaltning og forvaltningskostnader. De siste 12 årene har fondet hatt en gjennomsnittlig årlig brutto avkastning som er 0,25 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens avkastning, og samlede kostnader tilsvarende 0,10 pst. av porteføljen. Faktisk avkastning har altså i gjennomsnitt vært 0,15 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens avkastning. Dersom en legger et tilsvarende bidrag til grunn framover, blir den forventede årlige realavkastningen om lag 4,4 pst.

Det understrekes at det er betydelig usikkerhet knyttet til anslagene for forventet avkastning. Historiske erfaringer viser at avkastningen kan svinge en god del. Denne usikkerheten er så stor at det ikke er grunnlag for å endre dagens anslag på 4 pst. realavkastning, slik det legges til grunn for retningslinjene i finanspolitikken, basert på oppnådd avkastning siden 1997. Først dersom oppnådd realavkastning over mange år blir vesentlig høyere eller vesentlig lavere enn 4 pst., vil det være grunnlag for å vurdere om anslaget på 4 pst. representerer en for høy eller for lav forventning til framtidig realavkastning.

2.2.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

2.3 *Evaluerings av aktiv forvaltning i SPU*

2.3.1 *Sammendrag*

Finansdepartementet fastsetter den overordnede investeringsstrategien for SPU etter at viktige spørsmål er lagt fram for Stortinget. Norges Bank har fått i oppdrag å gjennomføre den operative forvaltningen av fondet. Norges Bank skal søke å oppnå en høyest mulig avkastning av fondets kapital innenfor retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet.

Finansdepartementet har fastsatt en strategisk referanseindeks og en ramme for avvik mellom faktiske investeringer og indeksen. Den strategiske referanseindeksen er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital skal være investert. Indeksen er fordelt på aksjer (60 pst.) og obligasjoner (40 pst.), og på tre geografiske regioner, jf. figur 2.3 i meldingen. Etter hvert skal obligasjonsandelen reduseres til fordel for en andel fast eiendom på inntil 5 pst.

Sammensetningen av referanseindeksen både for aksjer og obligasjoner bygger på markedsverdier innenfor hver geografiske region. Det betyr at hvis SPUs investeringer i europeiske aksjer tilsvarer 1 pst.

av markedsverdien av alle selskaper i Europa, så vil referanseindeksen inneholde en eierandel på 1 pst. i hvert enkelt selskap i indeksen. Selv om Finansdepartementet fastsetter en indeks for fondet ned på enkelt-selskapsnivå, foretas det altså ingen individuell vurdering av hvert enkelt selskap i indeksen.

I den grad den faktiske porteføljen avviker fra referanseindeksen vil det oppstå en avkastningsforskjell mellom de to porteføljene. Passiv forvaltning betyr at forvalteren forsøker å følge referanseindeksen nærmest mulig. Aktiv forvaltning betyr at forvalteren innenfor visse rammer forsøker å skape meravkastning gjennom å avvike fra referanseindeksen.

Departementet fastsetter retningslinjer for omfanget av aktiv forvaltning. Det er satt en grense for hvor mye avkastningsforskjellen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen forventes å variere (såkalt forventet relativ volatilitet). Under visse statistiske forutsetninger, og gitt at Norges Bank utnytter denne rammen fullt ut, betyr dagens ramme for forventet årlig relativ volatilitet på 1,5 pst. at avkastningsforskjellen mellom de faktiske investeringene og referanseindeksen forventes å være mindre enn 1,5 prosentpoeng i to av tre år. Forskjellen forventes å være mindre enn 3 prosentpoeng i 19 av 20 år og mindre enn 4,5 prosentpoeng i 99 av 100 år.

Rammen på 1,5 pst. forventet relativ volatilitet ble først omtalt i Nasjonalbudsjettet 1998. Departementet la vekt på at fondets plasseringer i stor grad skulle gjenspeile fondets referanseindeks. Samtidig ble det pekt på at hensynet til en kostnadseffektiv forvaltning av markedsporteføljen, behovet for fleksibilitet i en periode med store overføringer til fondet og en viss ramme for aktiv forvaltning talte for en ramme for avvik. Det ble konkludert med å legge opp til en ramme på 1,5 pst.

I Nasjonalbudsjettet 2001 ble spørsmålet om rammen for relativ volatilitet vurdert på nytt, blant annet etter innspill fra Norges Bank. I den forbindelse ble det også pekt på svakheter ved målet relativ volatilitet. Departementet skrev blant annet:

«Det understrekes imidlertid at det alltid vil være feilkilder i en modellbasert måling av markedsrisiko, og en kan derfor aldri tolke målinger av forventet relativ risiko som fullstendig dekkende for den faktiske markedsrisikoen en står overfor. Norges Bank benytter også en rekke andre analyseverktøy for å overvåke markedsrisikoen i de ulike porteføljene.»

Departementet konkluderte med at rammen på 1,5 pst. burde videreføres.

I Nasjonalbudsjettet 2006 la departementet, i tråd med innspill fra Norges Bank, opp til flere justeringer i retningslinjene for Norges Banks forvaltning av fondet. Det ble åpnet opp for et noe bredere investeringsunivers. Samtidig ble det stilt nye krav om verddivurdering, avkastningsmåling, risikostyring og

kontroll. Departementet omtalte den gang flere svakheter med risikomålet forventet relativ volatilitet. Departementet skrev:

«Det finnes noen markeder og instrumenter der målingen av relativ volatilitet har svakheter. Dette gjelder for eksempel obligasjoner utstedt av ikke-børsnoterte selskaper og av selskaper med betydelig statlig eierandel. Det samme gjelder for obligasjoner som handles til betydelig lavere kurser enn pålydende.»

Det ble samtidig lagt til grunn at disse svakhetene ville bli fanget opp av andre prosedyrer innen bankens risikomåling. Det ble pekt på at bankens formelle godkjenningssystem for investeringer i nye land, instrumenter eller aktivaklasser blant annet krever dokumentasjon av hvordan markeds- og kredittrisiko skal måles. Det ble også vist til at en ved hjelp av ekstern ekspertise ville gjennomgå Norges Banks forvaltning og spesielt risikostyringen.

Endringene som ble omtalt i Nasjonalbudsjettet 2006 innebar ikke noen endring i rammen for avvik fra fondets referanseindeks på 1,5 pst. forventet relativ volatilitet. Denne har altså ligget fast siden 1997.

For 2008 rapporterte Norges Bank at faktisk avkastning var 3,4 prosentpoeng lavere enn avkastningen av referanseindeksen. Et slikt resultat må forventes en sjelden gang, gitt full utnyttelse av risikorammen. Men resultatet var uventet dårlig gitt den risikoen som faktisk var rapportert, og som var vesentlig lavere enn den maksimale rammen for avvik. Det var betydelige forskjeller mellom resultatene i aksje- og renteforvaltningen. Mindreavkastningen i renteporteføljen var 6,6 prosentpoeng, mens den i aksjeporteføljen var om lag 1,2 prosentpoeng.

Finansdepartementet konkluderte i St.meld. nr. 20 (2008–2009) med at resultatene i den aktive forvaltningen må vurderes over en lang periode, men at de for 2008 ikke var tilfredsstillende. Denne uttalelsen må ses i sammenheng med at den underliggende risikoen i forvaltningen ikke i tilstrekkelig grad var identifisert og kommunisert. Regjeringen varslet samtidig at den ville komme tilbake til Stortinget våren 2010 med et bredt beslutningsgrunnlag og en vurdering av hvorvidt eller i hvilket omfang aktiv forvaltning i SPU skulle videreføres.

Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

2.3.2 *Komiteens merknader*

Komiteen viser til at det er Finansdepartementet som fastsetter den overordnede investeringsstrategien for SPU, og gir retningslinjer og rammeverket for forvaltningen av fondet, mens Norges Bank har ansvaret for den operative forvaltningen av fondet og skal søke å oppnå høyest mulig avkastning av fondets kapital innenfor disse rammene. Finansdepartemen-

tet har fastsatt en såkalt referanseindeks som er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital skal være investert. Den er fordelt på aksjer (60 pst.) og obligasjoner (40 pst.), og på geografiske regioner. Prosentandelen til obligasjoner skal gradvis reduseres til 35 pst. til fordel for investeringer i eiendom (5 pst.). Finansdepartementet har også fastsatt en ramme for avvik mellom faktiske investeringer og indeksen. I den grad den faktiske porteføljen avviker fra referanseindeksen, oppstår det en avkastningsforskjell mellom de to porteføljene. Passiv forvaltning betyr at forvalter forsøker å følge referanseindeksen nærmest mulig, mens aktiv forvaltning betyr at forvalter innenfor visse rammer forsøker å skape meravkastning gjennom å avvike fra referanseindeksen. Finansdepartementet fastsetter retningslinjer for omfanget av aktiv forvaltning, og det er satt en grense på 1,5 pst. for hvor mye avkastningsforskjellen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen forventes å variere (såkalt forventet relativ volatilitet). Komiteen viser til at denne rammen har vært vurdert flere ganger siden den ble fastsatt i nasjonalbudsjettet for 1998. For 2008 rapporterte Norges Bank at faktisk avkastning var 3,4 prosentpoeng lavere enn avkastningen av referanseindeksen. Finansdepartementet konkluderte i St.meld. nr. 20 (2008–2009) med at resultatene i den aktive forvaltningen må vurderes over en lang periode, men at de for 2008 ikke var tilfredsstillende, noe finanskomiteen sa seg enig i under behandlingen av meldingen. Regjeringen varslet samtidig at den ville komme tilbake til Stortinget våren 2010 med et bredt beslutningsgrunnlag og en vurdering av hvorvidt og eventuelt i hvilket omfang aktiv forvaltning i SPU skal videreføres.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, har merket seg at regjeringen i den foreliggende meldingen har fulgt opp dette og vurdert erfaringene med og det faglige grunnlaget for aktiv forvaltning. I dette arbeidet har departementet hatt en bred prosess og også brukt ekstern ekspertise fra ulike internasjonalt anerkjente finanseksperter.

Flertallet har videre merket seg at departementet i sine vurderinger av hvorvidt og eventuelt i hvilket omfang aktiv forvaltning i SPU skal videreføres, har lagt til grunn rapportene fra den faglige gjennomgangen som er gjort. Flertallet viser til at det i meldingen står:

«Etter departementets syn bør det på denne bakgrunn fortsatt være en viss ramme for avvik fra referanseindeksen i forvaltningen av fondet. Det er ikke noen entydige faglige argumenter for en ren passiv forvaltning. Det vil påføre fondet unødige kostnader dersom en skulle følge indeksene slavisk, og særtrekk ved fondet gir et potensial for meravkastning over tid som bør utnyttes i noen grad. Ut over dette er

det grunn til å anta at et visst omfang av aktiv forvaltning vil ha positive vekselvirkninger med øvrige deler av forvaltningen.»

Flertallet deler dette synet, og viser også til departementets begrunnelse som er utdypet i meldingen.

Flertallet viser til at også omfanget av aktiv forvaltning i SPU er vurdert i den faglige gjennomgangen. Flertallet har merket seg at rammen for aktiv forvaltning fastsettes av departementet og er en del av den samlede investeringsstrategien for fondet. Utgangspunktet for å vurdere rammen for aktiv forvaltning bør etter departementets syn være den samme som for andre deler av strategien, og bygge på en avveining mellom forventet avkastning og risiko. De analyser som nå er gjort, bekrefter at det er referanseporteføljen fastsatt av departementet som er det dominerende bidraget til risiko i fondet. Innslaget av aktiv forvaltning har vært svært moderat sett i forhold til fondets samlede risiko. Erfaringen fra de siste to årene viser imidlertid at fondets omdømme er mer sårbart overfor kritikk mot den aktive forvaltningen enn den passive forvaltningen. Dette hensynet må veies opp mot forventede fordeler med å videreføre en begrenset ramme for aktiv forvaltning når rammen skal fastsettes. Flertallet har videre merket seg at rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer ikke gir et konkret tallfestet råd om ramme for aktiv forvaltning, men den underbygger etter departementets syn at rammen fortsatt bør være moderat. Samtidig er det viktig å understreke at en netto verdiskaping ved aktiv forvaltning i tråd med Norges Banks egen målsetting på 0,25 prosentpoeng årlig utgjør betydelig beløp over tid.

Flertallet vil peke på at når det gjelder risikorammen for aktiv forvaltning, anbefales det i rapporten at den fastsettes som et måltall for aktiv risiko snarere enn som en absolutt øvre grense som i dag. Flertallet har merket seg at departementet vil gå inn for å åpne for at den forventede relative volatilitet i helt spesielle situasjoner kan være høyere enn rammen, og videre at Norges Bank endrer beregningsmetodikken for forventet relativ volatilitet slik at dette måltallet blir mindre følsomt for generell uro i markedene. En omlegging av beregningsmetoden mener departementet vil gi større samsvar mellom tidshorisonten for de aktive investeringsbeslutningene og måleperioden for aktiv risiko, og sånn sett vil målingen kunne bli mer relevant for den løpende risikostyringen. Samtidig med at den øvre grensen blir mindre absolutt enn i dag, vil departementet i de nye reglene for forvaltningen av fondet justere grensen ned og stille krav om at Norges Bank legger opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1 pst. Flertallet støtter dette.

Flertallet merker seg at departementet samlet sett, gjennom de kravene som Norges Bank nå har stilt i sitt regelverk for forvaltningen av fondet, gjennom de endringene som vil bli gjort i departementets retningslinjer til banken og gjennom andre tiltak som er gjennomført for å styrke kontroll og tilsyn med forvaltningen som det blant annet er redegjort for i meldingen, mener det nå er iverksatt målrettede tiltak for å avgrense risikoen i den aktive forvaltningen.

Flertallet vil peke på at forvaltningskostnadene i SPU er lave sammenliknet med andre fond, og at kostnadene har til sammen for intern og ekstern forvaltning tilsvart 0,10 pst. av fondets størrelse. Kostnadene til aktiv forvaltning har isolert sett vært høyere enn ved passiv forvaltning. Ettersom formålet med å ha en ramme for aktiv forvaltning er å oppnå en meravkastning i forhold til ren passiv forvaltning, mener departementet det er rimelig som eier å uttrykke en forventning til resultatene i den aktive forvaltningen etter kostnader. Flertallet merker seg at departementet mener det er mest hensiktsmessig at en slik forventning uttrykkes gjennom å tallfeste en forventning til en årlig avkastningsforskjell – netto verdiskaping ved aktiv forvaltning over tid. Departementet har etter en samlet vurdering kommet til at det bør forventes en årlig avkastningsforskjell – netto verdiskaping ved aktiv forvaltning – på om lag 1/4 pst. i gjennomsnitt over tid. Flertallet viser til at erfaringen fra de siste 12 årene er at den rapporterte meravkastningen har vært høy og stabil i mange år, men med store utslag i 2008 og 2009 under finanskrisen. Selv om det legges til grunn en forventning om meravkastning ved aktiv forvaltning over tid, må en være forberedt på perioder med mindrevkastning.

Komiteen har merket seg at Ang, Goetzmann og Schaefer mener det er mulig å utvikle gode, investerbare indekser for systematiske risikofaktorer som kan bygges inn i referanseindeksen departementet fastsetter, men at dersom dette skal gjøres, må overgangen til en ny referanseindeks utredes nærmere. Departementet varsler at en vil komme tilbake til spørsmålet om en eventuell omlegging av fondets referanseindeks i tråd med anbefalingene fra forskerne i den årlige meldingen om forvaltningen av fondet i 2011, og at en slik vurdering vil gjøres i samarbeid med andre store fond internasjonalt.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet, Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre merker seg at rammen for forvaltningskostnader har ligget stabilt på 0,10 pst. av fondets størrelse gjennom flere år, til tross for sterk vekst i fondets størrelse. Disse medlemmer mener at det må eksistere stordriftsfordeler i kapitalforvaltningen og at kostnadsrammen burde reflektere

dette. Disse medlemmer er kjent med at fondets referanseindeks er blitt mer kompleks de senere årene, at Norges Bank har økt kontroll- og risikomålingskapasiteten betydelig, og at inkludering av eiendomsinvesteringer vil bidra til ytterligere kompleksitet fra 2010. Disse medlemmer vil likevel påpeke at det er avgjørende for tilliten til en kostnadseffektiv forvaltning at departementet stiller strenge krav til kostnadskontroll, særlig når forvaltningen skjer i en monopolsituasjon.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet viser til tabell 6.2 i meldingen, og understreker at et overveldende flertall av disse forskerne ikke mener at det kan dokumenteres at aktiv forvaltning gir best avkastning på sikt. Disse medlemmer viser også til høringsbrev bl.a. undertegnet av diverse eksperter fra Handelshøyskolen BI og Handelshøyskolen i Tromsø – Universitetet i Tromsø, datert 18. mai 2010, som også påpeker dette og at også disse anbefaler en indeksbasert forvaltningsstrategi. Disse medlemmer mener at forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) i større grad bør forvaltes i henhold til globale indeksreferanser. En slik strategi vil redusere risikoen og kostnadene knyttet til forvaltningen. En indeksbasert forvaltning vil samtidig gjøre det mulig for Norge å etablere og lede et verdensledende forvaltermiljø innen denne formen for forvaltning. For å i større grad kunne etterprøve og sammenligne resultater for ulike forvaltningsstrategier, foreslår disse medlemmer at SPU splittes i to, der 5 pst. av fondet forvaltes innenfor dagens etablerte regime, mens de resterende 95 pst. av fondet flyttes over til passiv indeksbasert forvaltning. For å oppnå konkurranse ønsker disse medlemmer at den passive delen også deles i to, der den ene delen forvaltes under NBIM, mens den andre delen settes ut på anbud.

Disse medlemmer fremmer derfor følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen legge frem en sak der SPU splittes i to ved at 95 pst. blir forvaltet iht. passiv indeksstrategi og at de resterende 5 pst. blir forvaltet iht. aktiv forvaltningsstrategi. Den delen som forvaltes aktiv (5 pst.) iht. dagens praksis, mens den andre delen av fondet (95 pst.) splittes opp i to ulike indeksfond. Ett blir underlagt NBIM, mens det andre blir lagt ut på anbud. I takt med at SPU's eiendomsportefølje bygges opp til å utgjøre 5 pst. av fondet, reduseres delen som indeksforvaltes fra 95 pst. til 90 pst.»

2.4 Aktiv forvaltning av SPN

2.4.1 Sammen drag

I Finansdepartementets brev til Folketrygdfondet 18. desember 2009 ba departementet om en vurde-

ring av relevansen for SPN av de fire rapportene som er mottatt i forbindelse med evalueringen av den aktive forvaltningen i SPU. Departementet pekte på at det vil være naturlig at en i den forbindelse ser på eventuelle forskjeller mellom SPU og SPN blant annet når det gjelder særtrekk, investeringsunivers, eierandeler og kjennetegn ved markedsplassen. Folketrygdfondet svarte i brev til Finansdepartementet 29. januar 2010. Brevet følger som vedlegg 2 til denne meldingen. Folketrygdfondet har oppsummert sine vurderinger slik:

- «– Et lite likvid og volatilt norsk kapitalmarked skaper andre utfordringer for en stor aktør enn i et langt mer likvid globalt marked. Dette gjelder blant annet hensynet til markedets funksjonsmåte.
- For å oppnå en indeksnær portefølje kreves aktive investeringsvalg selv ved passiv forvaltning. Dette fordrer også god kompetanse og innebærer kostnadsnivå omlag på samme nivå for passiv som for aktiv forvaltning.
- Som stor aksjonær i norske selskaper anses eierskapsrollen å bli betydelig bedre ivaretatt gjennom en aktiv forvaltning av porteføljen.
- Faktorbaserte referanseindekser anses lite egnet for en stor investor i det norske markedet. Med utgangspunkt i få observerbare faktorer anses det som lite realistisk å kunne etablere en hensiktsmessig referanseportefølje basert på kjente systematiske faktorer.
- Finansdepartementet mener at aktiv forvaltning av SPN også framover vil være den beste måten å skape merverdier på. Gjennom ansvarsbevisst investeringsvirksomhet og god eierskapsoppfølging vil Folketrygdfondets investeringsfilosofi best bidra til å sikre fondets finansielle verdier på lang sikt og et velfungerende finansmarked.»

Departementet vil komme tilbake med vurderinger knyttet til aktiv forvaltning av SPN i den årlige meldingen om forvaltningen av fondet våren 2011.

2.4.2 Komiteens merknader

Komiteen har merket seg at departementet har bedt Folketrygdfondet om en vurdering av om rapportene om den aktive forvaltningen i SPU har relevans for Folketrygdfondet. Komiteen merker seg at departementet vil komme tilbake med vurderinger knyttet til aktiv forvaltning av SPN i den årlige meldingen om forvaltningen av fondet våren 2011.

2.5 Videre arbeid med investeringsstrategien

2.5.1 Sammen drag

SPU utgjør over 95 pst. av den samlede fondskapitalen, og andelen vil øke framover med fortsatt tilflyt av petroleumsinntekter. Det vil derfor være naturlig at arbeidet med videreutvikling av strategien i fondet hovedsakelig retter seg mot SPU.

Det er foretatt mange viktige valg innen investeringsstrategien for SPU de siste årene. Dagens referanseindeks gjenspeiler etter departementets syn et akseptabelt risikonivå i fondet. Kildene til fondets risiko og avkastning har til nå primært knyttet seg til at en har høstet markedsavkastning gjennom en referanseindeks bestående av relativt likvide aksje- og obligasjonsmarkeder. Referanseindeksen har gradvis blitt utvidet og risikospredningen er økt.

Arbeidet med investeringsstrategien framover vil særlig innrettes mot å videreutvikle strategien for å utnytte særtrekkene ved Statens pensjonsfond best mulig, jf. omtale ovenfor. Videreutviklingen vil sikte mot ytterligere risikospredning (diversifisering) og økt vektlegging av investeringer som drar fordel av fondets størrelse, langsiktighet og evne til å holde mindre omsettelige eiendeler. Beslutningen om å investere inntil 5 pst. av fondet i fast eiendom er en slik endring. Finansdepartementet offentliggjorde 1. mars 2010 nye retningslinjer for investeringer i fast eiendom. Disse er nærmere omtalt i avsnitt 2.5.2 i meldingen.

En forutsetning for å videreutvikle strategien er at det er betryggende styring også av andre typer risiko enn markedsrisiko, som for eksempel operasjonell risiko. Utviklingen av strategien må også ta hensyn til fondets rolle som ansvarlig investor.

Departementet presenterte i St.meld. nr. 20 (2008–2009) resultatet av en evaluering av de etiske retningslinjene for forvaltningen av fondet. Arbeidet med å videreutvikle fondets rolle som ansvarlig investor er en integrert del av arbeidet med fondets samlede investeringsstrategi. I avsnitt 2.5.3 og 2.5.4 i meldingen omtales status for arbeidet med evalueringen av de etiske retningslinjene og nye investeringsprogrammer.

I arbeidet med å videreutvikle fondets investeringsstrategi trekker Finansdepartementet på råd fra Norges Bank og andre med spesialisert kompetanse. Departementet varslet i Nasjonalbudsjettet 2010 en endring i bruk av eksterne rådgivere. Mer spesialiserte og bredere problemstillinger knyttet til fondets investeringsstrategi taler for bruk av spesialisert ekstern kompetanse. Departementet vil i tråd med dette gi eksterne utredningsoppdrag for å kartlegge ledende praksis blant andre investorer og for å forankre sentrale investeringsvalg i studier av resultater fra akademisk forskning. Slike oppdrag er også gitt tidligere, senest i forbindelse med evalueringen av aktiv forvaltning. De eksterne utredningene som ble bestilt i tilknytning til arbeidet med investeringer i fast eiendom er et annet eksempel. Der ble det både bestilt en gjennomgang av resultatene av akademisk forskning fra professorene Hoesli og Lizieri og innspill til regler for eiendomsforvaltning fra Partners Group.

I tillegg vil departementet framover ta sikte på jevnlige, offentlige eksterne evalueringer av departementets arbeid med investeringsstrategi. En slik praksis vil gi økt åpenhet og debatt om de viktige valgene som tas knyttet til fondets investeringsstrategi. Departementet varslet i Nasjonalbudsjettet 2010 at en ville komme tilbake til spørsmålet om organiseringen av dette arbeidet. Departementet legger opp til at evalueringene skal gjøres av en gruppe på 3–5 personer. Sammensetningen av gruppen bør variere over tid og både norske og utenlandske miljøer bør være representert. Gruppen skal kommentere de analyser som er lagt fram knyttet til fondets investeringsstrategi i de årlige meldingene om fondet. De skal også kunne ta opp andre saker knyttet til fondets investeringsstrategi og gi innspill til temaer som departementet kan utrede nærmere. På den måten vil evalueringen kunne gi innspill til det langsiktige arbeidet med å videreutvikle fondets investeringsstrategi.

Evalueringene er begrenset til fondets investeringsstrategi. Andre deler av forvaltningen, som resultatene av den operative forvaltningen og risikostyringen av fondet, er gjenstand for andre eksterne evalueringer. Det vises blant annet til Norges Banks representantskaps arbeid med attestasjonsoppdrag og omtalen av disse i kapittel 4, Mercers evaluering av den operative forvaltningen i 2003, Ernst & Youngs rapport om risikostyringen av fondet som ble presentert i den årlige meldingen om fondet i 2008 og analysene av fondets resultater i rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer som ble presentert i avsnitt 2.3 i meldingen.

Det tas sikte på at en første rapport om departementets arbeid med investeringsstrategi skal kunne foreligge høsten 2010 slik at den kan være et innspill til arbeidet neste melding til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond våren 2011.

2.5.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

Komiteen har merket seg at departementet vil fortsette arbeidet med å utvikle investeringsstrategien, og at fokus framover blant annet vil rettes mot å videreutvikle strategien for å utnytte særtrekkene ved Statens pensjonsfond og en bredere strategi for risikostyring. Arbeidet med ansvarlige investeringer og de etiske retningslinjene er også en integrert del av utviklingen av investeringsstrategien.

Komiteen har merket seg at etter evalueringen av de etiske retningslinjene i 2008 og presentasjonen av denne i fjorårets melding har departementet gjennomført flere nye tiltak. Det legges vekt på god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i alle deler av forvaltningen. Det er satt i gang et nytt investeringsprogram for miljørettede investeringer, og departementet deltar i et forskningsprosjekt som

skal vurdere hvordan klimautfordringene kan påvirke finansmarkedene i samarbeid med Mercer, Grantham Institute og 12 andre investorer. Arbeidet med eierskapsutøvelse og uttrekk er styrket. Norges Banks nye forventningsdokumenter om klima og vannhåndtering er ferdig utarbeidet, mens det arbeides med spørsmålet om betalingsstrømmer/velfungerende markeder. Finansdepartementet har blitt medlem i FNs Principles for Responsible Investment (PRI) og engasjert seg mer direkte i dette arbeidet, og deltar i FN Global Compacts ekspertgruppe om selskapers atferd i krigs- og konfliktområder, noe som har som mål å munne ut i veiledende retningslinjer for god selskapspraksis og i forlengelsen, god investorpraksis, i disse situasjonene. Komiteen vil peke på at tiltakene er godt i samsvar med utviklingen på feltet internasjonalt, noe som nettopp bidrar til å sikre ambisjonen om å være verdensledende i arbeidet med ansvarlige investeringer.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, merker seg at departementet varsler at det framover tas sikte på jevnlig offentlige eksterne evalueringer av departementets arbeid med investeringsstrategi for å øke åpenheten og debatten om valg som tas i forhold til denne.

Komiteens medlemmer fra Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre viser til at Finansdepartementet i St.meld. nr. 20 (2008–2009) foreslo å etablere et nytt investeringsprogram rettet mot miljøvennlige eiendeler eller teknologi som forventes å gi en klar miljøgevinst. Disse medlemmer mener at det må vises varsomhet med formålsbestemt øremerking innenfor det generelle fondet. Skal målet om høyest mulig finansiell avkastning innenfor moderat risiko kunne holdes, kreves det høy kompetanse og god oppfølging. Det kan by på utfordringer å forvalte, måle og følge opp ulike mandater innenfor samme portefølje.

Disse medlemmer viser til at Norges Bank uttalte seg meget klart i høringsuttalelse om evaluering av de etiske retningslinjene for Statens Pensjonsfond:

«Forvaltningen av øremerkede investeringer bør ikke være en del av forvaltningen av Staten pensjonsfond, men ivaretas av særskilte forvaltere.»

Disse medlemmer mener det kan være hensiktsmessig å legge forvaltningen av miljømandatene til et eget fond og eget forvaltningsmiljø av flere grunner:

- For å frita en organisasjon med en tydelig skepsis til å forvalte øremerkede investeringer fra dette,

og gi mer motiverte miljøer muligheten til å reddykke kompetansen.

- Et miljømandat med et annet fokus enn den øvrige kapitalforvaltningen i Norges Bank vil nødvendigvis lide under å være en marginal størrelse.

Disse medlemmer vil derfor be regjeringen om å komme tilbake til Stortinget med en vurdering av hvordan slike øremerkede mandater kan skilles ut og forvaltes av miljøer som rendyrker sin kompetanse innenfor spesifikke områder.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet viser til sine merknader under kapittel 4.2.

3. Oppfølging av forvaltningen

3.1 Sammendrag

3.1.1 Innledning

I meldingens kapittel 3 rapporteres det om oppfølgingen av forvaltningen av Statens pensjonsfond. Departementet legger vekt på at en bred rapportering om gjennomføringen av forvaltningen bidrar til å styrke tilliten til fondet og fondskonstruksjonen.

Avsnitt 3.2 i meldingen gjør rede for resultatene i forvaltningen av SPU og SPN, mens avsnitt 3.3 i meldingen omhandler arbeidet med oppfølging av rammeverket for forvaltningen. Avsnitt 3.4 i meldingen omtaler eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet, samt arbeidet i Etikkrådet.

3.1.2 Resultater i forvaltningen

Statens pensjonsfond har de siste to årene vært gjennom en krevende periode, med en finanskriser av historiske dimensjoner i 2008 etterfulgt av en sterk gjeninnhenting gjennom 2009. Omfattende statlige tiltakspakker for å stabilisere det finansielle systemet og dempe fallet i den økonomiske aktiviteten er viktige forklaringer på at finanskrisen foreløpig ser ut til å være mer kortvarig enn tidligere kriser. Svært gode resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 innebærer at tapene i 2008 langt på vei er gjenfunnet.

UTVIKLINGEN I FONDETS MARKEDSVERDI

Den samlede markedsverdien til Statens pensjonsfond var ved utgangen av 2009 2 757 mrd. kroner, jf. figur 3.1 i meldingen. Dette er en økning på 394 mrd. kroner fra året før. Økningen i fondskapitalen reflekterer at det ble tilført nye midler (169 mrd. kroner) og at det var god avkastning på investeringene (642 mrd. kroner). En styrking av kronekursen bidro isolert sett til å redusere fondets verdi målt i

norske kroner (418 mrd. kroner), men for utviklingen i internasjonal kjøpekraft er endringer i kronens verdi ikke relevant. Figur 3.2 i meldingen viser økningen i den samlede markedsverdien til Statens pensjonsfond i 2009 fordelt på ulike komponenter.

Markedsverdien til SPU ved utgangen av 2009 var 2 640 mrd. kroner. Dette er en økning på 365 mrd. kroner i løpet av året. Verdien av aksjeforføljen utgjorde 1 644 mrd. kroner, mens renteforføljes verdi var 996 mrd. kroner. Fondets aksjeandel ved utgangen av 2009 var vel 62 pst.

Samlet for årene 1996–2009 er SPU tilført 2 323 mrd. kroner, før fradrag for forvaltningskostnader. Den totale avkastningen av SPU i samme periode er 482 mrd. kroner, før fradrag for forvaltningskostnader og målt i fondets valutakurv, mens en sterkere kronekurs isolert sett bidro til å redusere verdien målt i kroner med 152 mrd. kroner. Samlede forvaltningskostnader er 13 mrd. kroner.

Markedsverdien til SPN ved utgangen av 2009 var 117 mrd. kroner, som er 29 mrd. kroner mer enn ved inngangen til året. Verdien av aksje- og renteforføljen utgjorde henholdsvis 73 og 44 mrd. kroner, og aksjeandelen var ved årsskiftet snaut 63 pst.

UTVIKLINGEN I FONDETS REALAVKASTNING

Det er realavkastningen av Statens pensjonsfond som er relevant for å måle utviklingen i fondets kjøpekraft over tid. Tabell 3.1 i meldingen viser at netto realavkastning av SPU i 2009 var 23,5 pst. målt i fondets valutakurv. Dette er den høyeste årlige avkastningen siden fondet ble etablert. Siden 1997 er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig netto realavkastning på vel 3 pst.

Investeringene i SPN ga en netto realavkastning i 2009 på 29,9 pst. – også det den høyeste avkastningen som er oppnådd siden 1997. I samme periode er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig netto realavkastning på 4,0 pst.

I omtalen nedenfor er det tatt utgangspunkt i nominelle avkastningstall, siden det er ønskelig å sammenlikne avkastningen på de faktiske investeringene med avkastningen av fondets referanseindeks. Det vil da ikke gi særlig mer informasjon å justere avkastningstallene med prisstigningen.

Rapporteringen tar videre utgangspunkt i brutto nominell avkastning, dvs. før forvaltningskostnadene er trukket fra. Som omtalt i temaartikkelen i kapittel 8 i meldingen er dette prinsippet for rapportering i tråd med internasjonale standarder som GIPS.

Markedsutvikling

Etter flere år med sterkt vekst i verdensøkonomien førte store vanskeligheter i finansmarkedene til et kraftig tilbakeslag og en betydelig forverring av de økonomiske utsiktene internasjonalt. Uroen som pre-

get finansmarkedene kom først til syne sommeren 2007 og førte etter hvert til at flere banker og finansinstitusjoner måtte bokføre store tap på verdipapirer og utlån, og tilliten mellom banker og finansinstitusjoner ble svekket. Finanskrisen gikk inn i en alvorlig fase i midten av september 2008 da den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs. Kredittflyten i penge- og kredittmarkedene ble sterkt svekket, og mange banker fikk problemer med refinansieringen. For flere finansinstitusjoner både i USA og Europa ble problemene så store at myndighetene iverksatte redningsoperasjoner for å sikre videre drift. I mange land ble det vedtatt omfattende tiltakspakker for å stabilisere finansmarkedene og dempe utslagene av finanskrisen på realøkonomien. Til tross for kraftige pengepolitiske og finanspolitiske tiltak, ble veksten i verdensøkonomien i 2009 den svakeste på mange tiår og inflasjonen falt markant. I andre halvår 2009 var det en viss bedring i den økonomiske veksttakten. For 2010 ligger det an til en beskjeden vekst.

Finanskrisen ga store utslag i alle deler av finansmarkedene. Etter flere år med oppgang i aksjemarkedene falt kursene kraftig gjennom 2008 og inn i første kvartal 2009. Tiltakspakkene bidro imidlertid til stabilisering av finansmarkedene og en påfølgende sterk oppgang i aksjekursene gjennom resten av året.

I løpet av 2007 og 2008 ble signalrentene satt ned både i USA og eurolandene, og obligasjonsrentene falt betydelig. Gjennom 2009 steg forventningene til den internasjonale økonomiske veksten, og det var en viss økning i obligasjonsrentene. Rentepåslagene i pengemarkedene internasjonalt steg kraftig mot slutten av 2008 som følge av mangel på tillit til det finansielle systemet, og det ble vesentlig dyrere å skaffe langsiktig finansiering både for banker og andre foretak. Da tilliten bedret seg utover i 2009 ble rentepåslagene gradvis redusert, men var ved inngangen til 2010 fortsatt noe høyere enn før finanskrisen.

Både internasjonalt og nasjonalt pågår det debatter om finanskrisens årsaker, hvilke lærdommer som kan trekkes av krisen, og hvilke initiativer som bør tas for å motvirke nye kriser. Det er initiert flere prosesser internasjonalt, blant annet i regi av EU, IMF og G20-gruppen, for å se på de internasjonale rammebetingelsene for bl.a. kapitalkrav, prosyklalitet i regelverket, lederavlønning, internasjonalt samarbeid mv. Regjeringen satte den 19. juni 2009 ned Finanskriseutvalget. Utvalget skal blant annet se nærmere på utformingen av insentivstrukturer knyttet til avlønning i finansbransjen, og hvilken betydning slike ordninger eventuelt har hatt for salg av ulike typer finansprodukter, for kapitalallokeringen i samfunnet, og for oppbygging av ubalanse i markedene. Det skal blant annet også gis en beskrivelse av hvilke internasjonale initiativer som er satt i prosess

i kjølvannet av finanskrisen, og en vurdering av hvordan man på nasjonalt, europeisk og globalt nivå bør arbeide for å motvirke tilsvarende kriser. Utvalget har frist til 31. desember 2010. Når utvalgets innstilling foreligger, vil det være naturlig å vurdere om utvalgets resultater og vurderinger har betydning for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Departementet vil komme tilbake til dette i meldingen om fondet som skal legges fram våren 2011.

Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse for resultatutviklingen for SPU og SPN, samt forvaltningskostnadene knyttet til fondene.

3.1.3 *Oppfølgingen av rammeverket*

Løpende forbedringer i rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond har en sentral plass i departementets arbeid med fondet. Det er krevende å sikre at rammeverket utvikler seg i takt med investeringsstrategien, veksten i fondskapitalen samt internasjonal utvikling innen rammeverk og tilsynsmetodikk for store kapitalforvaltere.

I fjorårets melding om fondet ble det vist til at synet på hva som er beste praksis for risikostyring innen kapitalforvaltning er i endring. Noen av de institusjonene som allment ble ansett for å være ledende innen risikostyring, fikk under finanskrisen store problemer og var nødt til å be om statlige støttetiltak. Departementet pekte derfor på at det er sannsynlig at de internasjonale normene for risikostyring vil endre seg framover. Dette vil også ha betydning for departementets videreutvikling av reglene for forvaltningen av Statens pensjonsfond.

Som det framgikk av kapittel 6 i fjorårets melding, er det blitt lagt opp til en prosess i flere trinn for å videreutvikle rammeverket og oppfølgingen av fondet. Blant viktige tiltak som er gjennomført i departementet og i Norges Bank og Folketrygdfondet for å styrke kontrollen og tilsynet med forvaltningen i løpet av de siste årene er:

- styrking av Finansdepartementets kapasitet innenfor kapitalforvaltning (egen avdeling ble opprettet i 2006),
- utvidet rapportering til Stortinget fra 2007 (egen forvaltningsmelding hver vår),
- rolleavklaring mellom hovedstyret og representantskapet (oppgavene er fra 2010 presisert i sentralbankloven),
- ny revisjonsordning for Norges Bank (fra 2010) som innebærer bruk av eksterne revisorer valgt av representantskapet, lovfesting av internrevisjon i Norges Bank og innføring av ordning med attestasjonsoppdrag der eksterne revisorer gjennomgår bankens internkontrollsystemer og øvrige retningslinjer for kapitalforvaltningen, og vurderer

om disse er i tråd med anerkjent rammeverk og internasjonale standarder,

- styrking av representantskapets tilsynsfunksjon gjennom et eget sekretariat,
- ny forskrift om risikostyring og internkontroll i Norges Bank (fra 2010),
- nye regnskapsregler i tråd med internasjonale regnskapsstandarder (fra 2011),
- styrking av bankens interne styringsstruktur innen kapitalforvaltning, med klarere rollefordeling mellom hovedstyret og NBIM, og innad i NBIM (fra 2009),
- styrking av hovedstyrets oppfølging av NBIM, blant annet gjennom et nytt investeringsmandat for virksomhetens leder med utfyllende regler for hva fondet kan investeres i og hvor stor risiko som kan tas i forvaltningen, og nye prinsipper for risikostyringen i kapitalforvaltningen, jf. boks 3.5, og
- omdanning av Folketrygdfondet til særlovsselskap, etablering av ny revisjonsordning og fastsettelse av nye retningslinjer som innebærer vesentlig strengere krav til måling, styring og kontroll av risiko og rapportering enn tidligere.

I tillegg til disse tiltakene er det varslet at departementet vil fastsette nye regler for forvaltningen av SPU, jf. nærmere omtale i avsnitt 4.2 i meldingen.

Det vises til meldingen for nærmere omtale.

3.1.4 *Utøvelsen av eierrettigheter i SPU og SPN og arbeidet med uttrekksmekanismen*

SPU og SPN har vært underlagt etiske retningslinjer siden 2004. Finansdepartementet gjennomførte en evaluering av de etiske retningslinjene for SPU i 2008. Som et resultat av evalueringsprosessen ble det 1. mars 2010 innført nye retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis. De nye retningslinjene er nærmere omtalt i avsnitt 4.6. Eierskapsarbeidet for SPN og SPU bygger på en felles plattform av internasjonalt anerkjente prinsipper. Samtidig er virkemidlene som brukes i dette arbeidet noe forskjellige i lys av fondenes ulike størrelse og investeringsstrategi.

SPU er i sin helhet plassert i verdipapirer i utlandet. Fondets investeringsstrategi er nedfelt i en referanseindeks satt sammen av brede aksje- og obligasjonsindekser. Fondet hadde ved utgangen av 2009 aksjeinvesteringer i mer enn 8 300 selskaper. Norges Banks gjennomsnittlige eierandel i selskapene er 1 pst. Virkemidlene i arbeidet med ansvarlige investeringer er tilpasset denne strategien, hvor et overordnet mål er å bidra til god selskapsstyring og god selskapspraksis i håndteringen av miljømessige og samfunnsmessige forhold. Videre skal fondet unngå investeringer i selskaper som har en grovt uetisk produksjon eller atferd.

SPN er i hovedsak investert innenlands. Fondet hadde ved utgangen av 2009 eierandeler i totalt 53 selskaper notert på Oslo Børs og 116 selskaper i Danmark, Finland og Sverige. Folketrygdfondets gjennomsnittlige eierandel i de norske selskapene som inngår i porteføljen til SPN er 5,1 pst. Tilsvarende eierandel i øvrige nordiske selskaper er på 0,2 pst. I forvaltningen av SPN legger Folketrygdfondet vekt på positiv utvelgelse av de selskapene midlene skal investeres i og på utøvelse av eierrettigheter i de samme selskapene. Dette må ses i sammenheng med at investeringsuniverset er oversiktlig og består av et relativt begrenset antall selskaper.

I dette kapitlet rapporterer departementet om hovedpunktene i eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet og arbeidet i Etikkrådet i 2009.

EIERSKAPSUTØVELSE

Grunnprinsippene for eierskapsutøvelsen er de samme for SPU og SPN, jf. boks 3.6. Norges Bank og Folketrygdfondet har nedfelt egne prinsipper for utøvelsen av eierrettigheter basert på disse grunnprinsippene. Eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet er nærmere omtalt i meldingens avsnitt 3.4.2 og 3.4.3.

UTELUKKELSE AV SELSKAPER

Etter de etiske retningslinjene for SPU av 2004 skal selskaper utelukkes fra fondets investeringsunivers dersom de har en produksjon eller en virksomhet som innebærer en uakseptabelt høy risiko for at fondet medvirker til grovt uetisk aktivitet. Finansdepartementet har siden 2002 utelukket 48 selskaper etter kriteriene i de etiske retningslinjene på bakgrunn av tilrådingen fra Etikkrådet for SPU. De etiske retningslinjene ble opphevet 1. mars 2010 da man innførte nye retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis, herunder retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU. Se nærmere omtale i avsnitt 4.6 i meldingen. Mekanismen med å utelukke selskaper som produserer nærmere angitte produkter og selskaper som medvirker til eller selv er ansvarlig for grovt uetisk atferd er videreført i de nye retningslinjene.

Finansdepartementet har lagt til grunn at et nordisk selskap som eies av både SPN og SPU, vil bli tatt ut av begge fondenes investeringsunivers dersom departementet fatter en beslutning om å utelukke selskapet. Dette går fram av St.meld. nr. 24 (2006–2007) og av utfyllende retningslinjer for forvaltningen av SPN punkt 5.4.1. Finansdepartementet har på denne bakgrunn besluttet å utelukke ett selskap fra SPN.

Grunnlaget for utelukkelse av selskaper er beskrevet nærmere i avsnitt 3.4.4 i meldingen.

SÆRLIG OM INVESTERINGER I KRIGS- OG KONFLIKTOMRÅDER

I St.meld. nr. 20 (2008–2009) drøftet departementet forholdet mellom de etiske retningslinjene og håndteringen av selskaper med aktivitet i krigs- og konfliktområder. Selskapers virksomhet i slike områder byr på spesielle utfordringer. I stater preget av krig og konflikt vil det noen ganger være slik at et selskap bidrar positivt for befolkningen, ved at det opprettholder økonomisk virksomhet, tilbyr arbeidsplasser, produserer nødvendighetsartikler og i noen tilfeller også bidrar med en viss grad av beskyttelse eller sosiale tjenester, som skole eller legehjelp. Samtidig vil et høyt konfliktnivå ofte føre med seg høyere risiko for brudd på menneskerettigheter, som for eksempel tvangsarbeid eller overgrep mot sivilbefolkning knyttet til bruk av lokale sikkerhetsstyrker.

UN Global Compact tok i 2009 initiativ til et prosjekt for å nedfelle klarere retningslinjer for selskaper som har virksomhet i slike områder. Arbeidet med å utarbeide retningslinjer foregår i en bredt sammensatt gruppe av organisasjoner, selskaper og investorer fra ulike land hvor Finansdepartementet og Etikkrådet deltar. Prosjektets mål er å veilede selskaper og investorer i hva som kan anses som ansvarlig og god praksis for bedrifter som er i konfliktområder. Finansdepartementet og Etikkrådet har presentert prosjektet for norske frivillige organisasjoner og vil søke å ivareta merknader som har kommet i den forbindelse.

Finansdepartementet vil fortsette å følge dette arbeidet fram mot planlagt lansering på Global Compact Leader's Summit i juni 2010. De nye retningslinjene skal adressere de særlige utfordringene selskaper står overfor i urolige områder, og går på den måten utover Global Compacts prinsipper, omtalt i boks 3.6. Man forventer at prinsippene vil bli fulgt opp av selskaper som har sluttet seg til Global Compact og av investorer som har sluttet seg til FNs Principles for Responsible Investment (PRI). I utformingen av retningslinjene vil en legge vekt på at det er viktig for et selskaps lønnsomhet, og implisitt en investors langsiktige avkastning, hvordan selskapet håndterer den type risiko som operasjoner i krig og konfliktområder ofte vil bære med seg.

Departementet anser det som positivt at utarbeidelsen av retningslinjene skjer i samråd med internasjonale representanter for både selskaper, investorer og organisasjoner. Dette øker muligheten for at retningslinjene blir anerkjent og fulgt.

Det vises til meldingen for nærmere omtale av eierskapsarbeidet i Norges Bank, av eierskapsarbeidet i Folketrygdfondet, og av rapportering om arbeidet med utelukkelse av selskaper fra SPU.

3.2 Komiteens merknader

Komiteen har merket seg at referanseporteføljen til Statens pensjonsfond utland (SPU) har hatt en gjennomsnittlig (geometrisk) avkastning siden 1998 på 4,41 prosent, og en positiv avkastning i 2009 på 21,52 prosent – målt i fondets internasjonale valutakurv. Den faktiske porteføljen i SPU har imidlertid hatt en gjennomsnittlig avkastning på 4,66 prosent siden 1998 – en positiv avkastning på 25,62 prosent i 2009. Mens avkastningen på referanseporteføljen følger av de strategiske valgene som er gjort i referanseporteføljen, skyldes differanseavkastningen mellom denne og den faktiske porteføljen de aktive forvaltningsvalgene som er gjort av Norges Bank. I begge tilfeller kan den høye avkastningen i 2009 i hovedsak forklares av en sterk kursoppgang i verdens aksjemarkeder, etter dramatiske fall i 2008.

Komiteen merker seg samtidig at Statens pensjonsfond Norge har hatt en gjennomsnittlig avkastning per år på 5,9 prosent siden 1998, og at fondet i 2009 hadde en avkastning på fondets referanseindeks på 35,7 prosent – den høyeste avkastningen oppnådd noen gang. Den faktiske porteføljen har imidlertid hatt en gjennomsnittlig avkastning over samme periode på 6,35 prosent – 33,51 prosent i 2009. Økningen skyldes i disse tilfellene først og fremst sterk kursoppgang i det norske og nordiske aksjemarkedet.

Komiteen tar til etterretning at både SPU og SPN de siste to årene har vært igjennom en krevende periode, med en finanskrisen av historiske dimensjoner i 2008, etterfulgt av en sterk gjeninnhenting gjennom 2009. Komiteen vil vise til at den positive avkastningen i 2009 innebærer at tapene i 2008 langt på vei ble gjenfunnet. Komiteen vil likevel vise til komiteens høring med sentralbanksjef Svein Gjedrem 18. mai 2010 vedrørende Meld. St. 12 (2009–2010) Finansmarknadsmeldinga 2009, hvor det ble uttalt at usikkerheten tilknyttet stabiliteten i finansmarkedenes fremover fortsatt anses som høy. Både nasjonalt og internasjonalt pågår det undertiden viktige arbeider for å avdekke finanskrisens årsaker, og implementere tiltak som kan begrense lignende kriser i fremtiden. Komiteen viser i denne sammenheng til det regjeringsnedsatte finanskriseutvalget, avventer deres konklusjoner, og forutsetter at departementet kommer tilbake til Stortinget dersom det fra deres side foreligger resultater og vurderinger som også har betydning for forvaltningen av Statens pensjonsfond.

Komiteen tar til etterretning at revisjonsselskapet Deloitte eksterne gjennomgang av risikostyringen i SPU konkluderer med at Norges Bank i det alt vesentlige har utformet og implementert en organisasjonsstruktur og et rammeverk for operasjonell risiko som er i tråd med anerkjente standarder. Komiteen mener det er av avgjørende viktighet at

rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond utvikles i takt med investeringsstrategien, veksten i fondskapitalen, samt internasjonal utvikling innen rammeverk og tilsynsmetodikk for store kapitalforvaltere. Komiteen registrerer at det foregår et løpende utviklings- og forbedringsarbeid i forvaltningen av fondet, og at Norges Bank har gjennomført en rekke tiltak for å styrke kontrollen og tilsynet med fondsforvaltningene i løpet av de siste årene. Særlig nevnes her innføringen av utvidet rapportering til Stortinget, ny ekstern revisjonsordning for Norges Bank, ny forskrift om risikostyring og internkontroll i Norges Bank, styrking av bankens interne styringsstruktur innen kapitalforvaltning, styrking av hovedstyrets oppfølging av NBIM blant annet gjennom nytt investeringsmandat, samt en omfattende omorganisering av NBIM med vesentlig styrket risikostyring og rapportering.

Komiteen deler oppfatningen om at god finansiell avkastning over tid er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand. Som et stort fond i verdensmarkedet har SPU både et ansvar for, og en egeninteresse i, å bidra til god selskapsstyring og ivaretagelse av miljø og samfunnsmessige hensyn. Komiteen viser i denne sammenheng til at Finansdepartementet i 2008 gjennomførte en bred evaluering av de etiske retningslinjene for SPU, og at resultatene ble presentert i fjorårets melding. En viktig styrke ved de etiske retningslinjene ligger i at de implementeres på en forutsigbar og troverdig måte over tid.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, støtter de satsingsområder og de virkemidler for eierskapsutøvelse som er omtalt i meldingen. Flertallet vil samtidig understreke betydningen av å samhandle med andre finansielle investorer på disse områdene, for å sikre størst mulig gjennomslag for fondets synspunkter i selskapet hvor fondet er minoritetsaksjonær.

Komiteen tar for øvrig redegjørelsen til orientering.

4. Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen

4.1 Sammendrag

4.1.1 Innledning

Finansdepartementet har fastsatt retningslinjer for Norges Banks og Folketrygdfondets forvaltning av henholdsvis SPU og SPN. Retningslinjene beskriver de overordnede investeringsrammene i form av referanseindekser og rammer for aktiv forvaltning. Videre inneholder retningslinjene kvalitative bestemmelser om risikostyring og rapportering, samt regler

om ansvarlig investerings-praksis. Departementets retningslinjer er rammepreget og prinsippbaserte, og forutsetter at forvalter fastsetter mer detaljerte interne regler.

Det samlede rammeverket for forvaltningen av SPU og SPN er gitt i form av lov, forskrift og utfyllende retningslinjer fastsatt av departementet. Det er også inngått forvaltningsavtaler mellom departementet og henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet. Rammeverket er tilgjengelig på departementets internetsider (www.regjeringen.no/spf).

Folketrygdfondet revideres av en ekstern revisor utpekt av departementet. Revisor utfører også såkalte attestasjonsoppdrag for departementet. Dette er uavhengige kontroller av om Folketrygdfondet overholder reglene om forvaltningen av SPN fastsatt av departementet.

Norges Banks representantskap har ansvar for å føre tilsyn med at reglene for bankens virksomhet blir fulgt, herunder reglene departementet har fastsatt for forvaltningen av SPU. Bankens eksterne revisor utfører også attestasjonsoppdrag. Departementet har i den forbindelse etablert dialog med representantskapet om utformingen av slike oppdrag, jf. Ot.prp. nr. 58 (2008–2009) avsnitt 5.4.1 og avsnitt 3.3.2 i meldingen.

Departementet arbeider løpende med å videreutvikle rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond i tråd med ledende praksis internasjonalt. Som redegjort for i avsnitt 3.3 og nedenfor, er det gjennom de siste årene gjennomført flere tiltak for å styrke forvaltningen av fondet.

I avsnitt 4.2 i meldingen gjøres det rede for departementets arbeid med å fastsette nye regler for forvaltningen av SPU. Det er i den forbindelse gjort rede for departementets prinsipielle syn på arbeids- og rolledelingen mellom departementet og Norges Bank. I avsnitt 4.3 i meldingen gis en kort omtale av departementets planer for revidering av reglene om forvaltningen av SPN. Avsnitt 4.4 i meldingen drøfter alternative organisasjonsformer for forvaltningen av SPU, jf. Innst. O. nr. 93 (2008–2009) hvor finanskomiteen mente det kunne være hensiktsmessig at departementet belyser nærmere hvilke fordeler og ulemper dagens organisering av det operative forvaltningsansvaret innen Norges Bank har. I avsnitt 4.5 i meldingen omtales et lovarbeid departementet har satt i gang med sikte på å endre rapporterings- og godtgjørelsesrutinene for Norges Banks representantskap, mens det i meldingens avsnitt 4.6 presenteres nye retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis, jf. omtalen av resultatene av evalueringen av de etiske retningslinjene for SPU i St.meld. nr. 20 (2008–2009).

4.1.2 Nye regler for forvaltningen av SPU

I St.meld. nr. 20 (2008–2009) ble det vist til at departementet har satt i gang en gjennomgang av regelverket for SPU. Siktemålet med denne gjennomgangen er blant annet å tydeliggjøre ansvars- og rolledelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank, samt å stille strengere krav til regulering av den aktive forvaltningen.

Finansdepartementet sendte et utkast til nye regler på høring 31. august 2009. Utkastet bygde i stor utstrekning på dagens rammeverk, men på enkelte områder ble det lagt opp til en mer detaljert regulering. Dette gjaldt blant annet rammer for risikoen i den aktive forvaltningen og krav til styring, måling og rapportering av risiko.

De nye reglene innebærer at en samler reglene om forvaltningen av fondet i ett dokument, og ikke som i dag hvor disse framgår av følgende dokumenter:

- forskrift 22. desember 2005 nr. 1725 om forvaltningen av SPU
- utfyllende retningslinjer for forvaltningen av SPU
- forvalteravtale mellom Norges Bank og Finansdepartementet av 12. februar 2001.

Blant sentrale temaer i utkastet til nye regler som ble sendt på høring var:

- krav om at Norges Bank skal utarbeide en strategisk plan for forvaltningen av SPU
- fastsetting av supplerende grenser for risikotaking i den aktive forvaltningen ut over dagens grense for forventet relativ volatilitet
- begrensning i adgangen til belåning
- regler som vil pålegge Norges Bank å styre, måle og kontrollere risikoen etter flere parametre enn det som gjelder i dag
- krav til en mer omfattende prosedyre for godkjenning av nye instrumenter
- regler om investeringer i fast eiendom
- mer omfattende offentlige rapporteringskrav.

Høringsinnspillene fra Riksrevisjonen og Norges Bank avdekket ulike syn på hvor detaljerte reglene om forvaltningen av SPU bør være. Riksrevisjonen ga i sitt høringssvar uttrykk for at de foreslåtte reglene ville innebære for stor grad av delegering til Norges Bank, og stilte spørsmål ved om departementet i tilstrekkelig grad kan oppfylle sitt kontroll-, styrings- og oppfølgingsansvar slik forslaget var utformet. Norges Bank argumenterte på sin side for at departementet på enkelte områder gikk for langt i å detaljregulere bankens forvaltning. Banken ga uttrykk for at dersom en skal kunne forvalte fondet på

en forsvarlig måte, må det nye regelverket ikke være så detaljert at hovedstyrets rolle og ansvar blir uklart sammenholdt med departementets eierstyring. Etter bankens syn er det en risiko for at departementet i praksis trer inn i hovedstyrets rolle dersom reglene er for detaljerte.

Som det framgikk av St.meld. nr. 16 (2008–2009), la Finansdepartementet opp til at de nye reglene om forvaltningen av SPU skulle tre i kraft 1. januar 2010. Departementet har imidlertid kommet til at det er hensiktsmessig at Stortinget får anledning til å drøfte ansvars- og rollefordelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank på et mer prinsipielt grunnlag før de nye reglene endelig fastsettes.

I meldingen gjøres det rede for systemet for regulering, rapportering og tilsyn knyttet til forvaltningen av SPU. Deretter presenteres departementets prinsipielle syn på ansvars- og rollefordelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank. I avsnitt 4.2.4 i meldingen skisseres hvordan departementet tar sikte på å konkretisere disse prinsippene i nye regler. Det vises til dette.

4.1.2.1 OPPSUMMERING

Departementet tar sikte på å fastsette nye regler som er mer omfattende enn de tre regelsettene de skal erstatte. Dels tar departementet sikte på å regulere områder som dagens regelverk og forvalteravtalen ikke dekker, og dels vil de nye reglene være mer utfyllende. Samtidig vil reguleringen fortsatt være rammepreget slik at Norges Bank må fylle ut de overordnede rammene og prinsippene med et mer detaljert internt regelverk for den operative forvaltningen. Et slikt regelsystem innebærer i praksis en videreføring av dagens ordning, men ved å pålegge banken å offentliggjøre hovedstyrets utfyllende retningslinjer vil det samlede regelverket bli lettere tilgjengelig.

I tråd med synspunktene foran legger Finansdepartementet opp til å fastsette nye regler for forvaltningen av SPU etter følgende overordnede prinsipper:

- Nye regler for SPU skal reflektere politiske myndigheters holdninger til hva som er en akseptabel risiko i fondet.
- Norges Bank skal fastsette supplerende risikogrenser for den aktive forvaltningen. Disse skal legges fram for Finansdepartementet før planlagt ikrafttredelse.
- Finansdepartementet skal fastsette overordnede kvalitative krav knyttet til risikoen i den aktive forvaltningen.
- Ansvar for å utforme regler for operasjonalisering av forvalteroppdraget delegeres til Norges Banks hovedstyre, men slik at Finansdeparte-

mentets regelverk angir relevante temaer for Norges Banks egenregulering.

- Det stilles omfattende offentlige rapporteringskrav knyttet til gjennomføringen av forvalteroppdraget.

Departementet tar sikte på at nye regler for forvaltningen av SPU skal kunne tre i kraft fra 1. januar 2011.

4.1.3 Nye regler for forvaltningen av SPN

Beskrivelsen av ansvars- og rolledelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank i meldingens avsnitt 4.2.2 og 4.2.3 vil i det vesentlige gjelde tilsvarende for arbeidsdelingen mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet, med unntak av omtalen av revisjons- og tilsynsordningen. Mens Norges Bank står under tilsyn av representantskapet og blir revidert av en ekstern revisor oppnevnt av representantskapet, blir Folketrygdfondet revidert av en ekstern revisor oppnevnt av Finansdepartementet.

I forkant av opprettelsen av Folketrygdfondet som særlovsselskap fra 1. januar 2008 fastsatte Finansdepartementet nye regler for forvaltningen av SPN i form av en forskrift med utfyllende retningslinjer. Det ble også inngått en forvalteravtale mellom departementet og Folketrygdfondet. Reglene for Folketrygdfondets forvaltning av SPN er vesentlig mer detaljerte enn de retningslinjene som departementet har fastsatt for Norges Banks forvaltning av SPU, og de varslede reglene som er under utarbeidelse, jf. omtalen i avsnitt 4.2.4. Forskjellen mellom gjeldende regler for SPN og SPU er særlig markert når det gjelder detaljeringsgraden i kravene til måling, styring og kontroll av risiko.

Folketrygdfondet har i forbindelse med omdanningen til særlovsselskap og nye rammebetingelser for forvaltningen foretatt vesentlige investeringer i nye styringssystemer. Departementet mener at et høyt detaljeringsnivå i reglene for SPN har vært hensiktsmessig for å tydeliggjøre departementets forventninger til den operasjonelle forvaltningen i forbindelse med omdanningen, herunder til de systemer som skulle etableres. Erfaringene med Folketrygdfondet som særlovsselskap har etter departementets syn vært gode. Blant annet har Folketrygdfondet lagt ned et betydelig arbeid i å videreutvikle forvaltningen i tråd med strengere krav til måling, styring og kontroll av risiko enn tidligere. Det vil derfor etter departementets syn være hensiktsmessig nå å foreta en revidering av reglene for forvaltningen av SPN i tråd med det grunnleggende syn på arbeidsfordeling mellom kapitaleier og forvalter som er skissert i meldingens avsnitt 4.2.3. Dette innebærer ikke at det vil bli stilt mindre strenge krav til måling, styring og kontroll av risiko enn før, men at det i større utstrek-

ning vil være styret i Folketrygdfondets ansvar å videreutvikle mer detaljerte regler for risikostyringen, innenfor overordnede rammer fastsatt av departementet.

Departementet tar foreløpig sikte på at nye regler for forvaltningen av SPN skal kunne tre i kraft fra 1. januar 2011.

4.1.4 Om organiseringen av den operative forvaltningen av SPU

Stortingets finanskomité uttalte i forbindelse med behandlingen av Ot.prp. nr. 58 (2008–2009) om ny revisjonsordning i Norges Bank mv. at en styringsstruktur for SPU av høyeste internasjonale klasse, med klare mandater og rollefordeling, tett oppfølging og kontroll, samt gode offentlige rapporteringsrutiner er nødvendig for å sikre bred tillit til selve forvaltningsmodellen, jf. Innst. O. nr. 93 (2008–2009). I denne forbindelse viste komiteen til at det kunne være hensiktsmessig at Finansdepartementet i meldingen til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 belyste nærmere fordeler og ulemper ved dagens organisering av det operative forvaltningsansvaret i Norges Bank, sammenliknet med en egen forvaltningsorganisasjon ledet av et styre direkte utpekt av Finansdepartementet.

Det vises til meldingen for nærmere omtale.

4.1.5 Forslag til endringer i sentralbankloven – representantskapets rapportering og godtgjørelse

Norges Banks representantskap er oppnevnt av Stortinget og skal etter sentralbankloven føre tilsyn med bankens virksomhet. Representantskapet sendte 10. desember 2009 et brev til Finansdepartementet hvor det framgår at representantskapet er i ferd med å utforme en strategi for videreutvikling og styrking av tilsynsordningen i banken. Som et ledd i dette arbeidet ønsker representantskapet vurdert muligheten for en utvidet og mer direkte rapportering til Stortinget. I dag er ordningen i følge sentralbankloven § 30 at:

«årsberetningen, det reviderte årsregnskap, samt representantskapets uttalelse om hovedstyrets protokoller og tilsynet med banken sendes departementet for å forelegges Kongen og meddeles Stortinget».

Uttalelsen er i dag nokså kortfattet.

Representantskapet vil også ha vurdert muligheten til å overføre kompetansen til å fastsette representantskapets godtgjørelse fra Kongen til Stortinget. I dag er denne kompetansen delegert fra Kongen til Finansdepartementet.

I tråd med innspillet fra representantskapet sendte Finansdepartementet 4. februar 2010 et brev til Norges Banks representantskap og hovedstyre der

departementet foreslår endringer i sentralbanklovens regler om fastsettelse av godtgjørelse for representantskapet og måten det skal rapportere til Stortinget på. Det foreslås at Stortinget, som står for oppnevningen av representantskapet, også bør fastsette dets godtgjørelse. Gjennom fastsettelse av godtgjørelse gis en indikasjon på hvor mye tid de valgte personene er ment å skulle bruke på vervet. Det er hensiktsmessig at det organet som står for valget gjennom fastsettelse av godtgjørelse også indikerer hvor mye tid og arbeid som ligger i vervet.

Departementet er enig med representantskapet i at det vil styrke bankens styringsmodell at representantskapet rapporterer direkte til Stortinget. Direkte rapportering til Stortinget er ordningen for alle andre stortingsoppnevnte ombud og organer, og etter departementets syn er det ikke særlige hensyn som tilsier en annen løsning for representantskapet. Direkte rapportering vil bidra til å synliggjøre og styrke Stortingets kontroll med virksomheten i Norges Bank, ikke minst når det gjelder SPU.

Av de samme grunner finner departementet også grunn til å foreslå minimumskrav til representantskapets uttalelse etter sentralbankloven. Det bør blant annet framgå hvordan tilsynet har vært organisert og hvilke tilsynsoppgaver som har vært gjennomført. Videre bør resultatet av tilsynet komme klart fram. Av hensyn til SPUs særstilling når det gjelder størrelse og operasjonell risiko, bør representantskapet pålegges å gi en egen redegjørelse for tilsynet med kapitalforvaltningen.

Departementet fremmer proposisjon til Stortinget om endringer i sentralbankloven samtidig med denne meldingen.

4.1.6 Nye retningslinjer for ansvarlige investeringer i SPU

Etiske retningslinjer for SPU ble fastsatt av Finansdepartementet 19. november 2004, basert på forslag fra Graver-utvalget i NOU 2003:22 Forvaltning for fremtiden.

I 2008 gjennomførte Finansdepartementet en bred evaluering av de etiske retningslinjene. Resultatene ble presentert i St.meld. nr. 20 (2008–2009). Hovedkonklusjonen etter evalueringen var at de etiske retningslinjene hadde vist seg å være rimelig robuste, og mange viktige trekk er videreført. I tillegg la departementet opp til en mer omfattende strategi for ansvarlig investeringspraksis i SPU og besluttet flere nye tiltak. Stortinget ga sin tilslutning til Regjeringens opplegg, jf. Innst. S. nr. 277 (2008–2009) avsnitt 3.2.

En samlet oversikt over resultatene av evalueringen av de etiske retningslinjene og tiltakene som gjennomfører resultatene er gitt i avsnitt 2.5.3 i meldingen. Nedenfor gjøres det rede for innholdet i to

nye retningslinjer om ansvarlig investeringspraksis som innebærer en gjennomføring av flere av de foreslåtte tiltakene.

HOVEDTREKK VED DE ETISKE RETNINGSLINJENE AV 2004

De etiske retningslinjene av 2004 anga i punkt 1 det etiske grunnlaget for SPU. Punkt 2 i retningslinjene slo fast at det etiske grunnlaget skulle fremmes gjennom tre virkemidler; eierskapsutøvelse, negativ filtrering av selskaper på bakgrunn av produksjon av våpen som ved normal anvendelse strider med grunnleggende humanitære prinsipper, samt utelukkelse av selskaper ved uakseptabel risiko for å medvirke til følgende forhold:

- grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnarbeid og annen utbytting av barn,
- alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner,
- alvorlig miljøskade,
- grov korrupsjon, og
- andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

I 2008 ble det besluttet at fondet ikke kan investeres i statsobligasjoner utstedt av staten Myanmar (Burma). Det ble videre besluttet at selskaper som solgte våpen til Burma skulle utelukkes fra fondets investeringsunivers.

INNFORING AV NYE RETNINGSLINJER FOR ANSVARLIG INVESTERINGSPRAKSIS

Som oppfølging av St.meld. nr. 20 (2008–2009) har Finansdepartementet fastsatt nye regler som gjelder arbeidet med ansvarlig forvaltning av SPU. Utkast til nye retningslinjer har vært på høring i Etikkrådet og Norges Bank. Ytterligere høring har ikke vært ansett nødvendig, i og med at det ble gjennomført en omfattende høring med innspill fra mer enn 50 høringsinstanser i forbindelse med evalueringen.

For det første har departementet fastsatt retningslinjer for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse. Når de nye reglene for forvaltningen av SPU blir fastsatt, jf. omtale ovenfor i avsnitt 4.2, vil disse retningslinjene bli tatt inn i reglene som et eget kapittel.

For det andre har departementet fastsatt retningslinjer for observasjon og utelukkelse. Retningslinjene omfatter både departementets, Etikkrådets og Norges Banks arbeid med disse sakene.

Disse to retningslinjene erstatter de tidligere etiske retningslinjene som ble fastsatt 19. november 2004.

Nærmere om retningslinjer for observasjon og utelukkelse

De nye retningslinjene viderefører de vesentligste elementene fra de tidligere etiske retningslinjene. Det er også flere nye bestemmelser, som alle er en oppfølging av St.meld. nr. 20 (2008–2009). Nedenfor gis en beskrivelse av de mest sentrale endringene.

I evalueringen av de etiske retningslinjene ble det besluttet at selskaper som produserer tobakk skulle utelukkes fra fondets investeringsunivers, jf. omtale i St.meld. nr. 20 (2008–2009) side 127 flg. og Innst. S. nr. 277 (2008–2009) avsnitt 3.2. Produksjon av tobakk er derfor tatt inn som nytt kriterium for utelukkelse, jf. de nye retningslinjene § 2 første ledd b. Departementet besluttet å utelukke 17 tobakksprodusenter fra fondets portefølje, etter tilråding av 22. oktober 2009 fra Etikkrådet. Beslutningen ble kunngjort i januar 2010, etter at nedsalget i selskapene var gjennomført. For øvrig viderefører de nye retningslinjenes § 2 utelukkelseskriteriene fra de etiske retningslinjene av 2004.

De nye retningslinjene presiserer flere forhold som departementet kan legge vekt på ved vurderingen av om et selskap skal utelukkes eller ikke, jf. § 2 fjerde ledd. Dette gjelder blant annet sannsynligheten for framtidige normbrudd, normbruddets alvor og omfang, forbindelsen mellom normbruddene og selskapet fondet er investert i og om selskapet gjør det som med rimelighet kan forventes for å redusere risikoen for framtidige normbrudd innenfor en rimelig tidshorisont. Selskapets retningslinjer for og arbeid med å ivareta god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold og om selskapet bidrar i positiv retning overfor dem som rammes eller tidligere er blitt rammet av selskapets atferd, kan også tillegges vekt.

Videre er det slått fast at departementet skal vurdere bruk av andre virkemidler før utelukkelse begrunnet i grovt uetisk atferd besluttet, jf. § 2 femte ledd. Dette vil kunne være aktuelt dersom andre virkemidler kan være bedre egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd, eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessig. Departementet kan be om Norges Banks uttalelse i saken, herunder om eierskapsutøvelse kan bidra til å redusere risikoen for framtidige normbrudd. Bestemmelsene er i tråd med St.meld. nr. 20 (2008–2009) avsnitt 4.3.4.4.

I retningslinjene § 3 er det gitt en ny bestemmelse om observasjon av selskaper. Observasjon av selskaper har vært anvendt tidligere, men § 3 formaliserer bruken av dette virkemiddelet og er en oppfølging av St.meld. nr. 20 (2008–2009), jf. omtalen i avsnitt

4.3.5.4. Det er departementet som treffer beslutning om observasjon, etter tilråding fra Etikkrådet. Departementet kan beslutte observasjon både etter tilråding om utelukkelse og etter tilråding om observasjon, jf. retningslinjene § 4 fjerde og femte ledd.

I St.meld. nr. 20 (2008–2009) er det drøftet om observasjon av selskaper skal gjøres offentlig kjent eller ikke. Etter departementets syn bør offentliggjøring være hovedregelen. I visse tilfeller kan det imidlertid være konkrete forhold som tilsier at en beslutning om observasjon ikke bør gjøres offentlig kjent, selv om det kan være gode grunner til å følge opp et selskap mer inngående. Det kan tenkes tilfeller hvor offentliggjøring av observasjon kan være lite hensiktsmessig dersom det allerede er en positiv utvikling i selskapet, for eksempel etter initiativ fra andre aktører. For å sikre hensynet til Stortingets og allmennhetens innsyn i anvendelsen av de nye retningslinjene, bør slike beslutninger rapporteres i den årlige meldingen til Stortinget om forvaltningen av fondet, eventuelt i anonymisert form.

Retningslinjene § 5 tredje ledd viderefører at selskaper som vurderes for uttrekk, skal forelegges grunnlaget for dette til uttalelse. I evalueringen av de etiske retningslinjene av 2004 la departementet opp til at Etikkrådet gis økte muligheter til dialog med enkeltselskaper, i tillegg til skriftlig korrespondanse, jf. St.meld. nr. 20 (2008–2009) side 126. Departementet viste til at dette kunne bidra til å styrke informasjonsgrunnlaget og gi selskapet bedre mulighet til å forklare den aktuelle situasjonen. Det ble også pekt på mulige positive tilleggseffekter i form av større forutsigbarhet for selskapene og at enkelte selskaper ville kunne ønske å endre atferd som følge av en slik dialog. Samtidig uttalte departementet at det må påregnes at en del selskaper enten ikke vil ønske dialog, eller at dialogen raskt vil vise at selskapet ikke har noen interesse i eller vilje til å adressere de aktuelle problemene. Det ble i den forbindelse vist til at Etikkrådet ikke nødvendigvis kan forventes å gi selskaper konkret veiledning, for eksempel om hvordan et selskap skal redusere sine utslipp.

Bestemmelsen i § 5 tredje ledd åpner for økt dialog mellom Etikkrådet og enkeltselskaper, ved at selskaper som vurderes for uttrekk skal gis mulighet for å framlegge informasjon og synspunkter for Etikkrådet tidlig i prosessen. Rådet skal i denne sammenheng klargjøre overfor selskapet hvilke forhold som kan danne grunnlag for utelukkelse. Bestemmelsen må forstås i lys av synspunktene som er gjengitt ovenfor. Økt dialog er først og fremst et verktøy for å sikre et bredere og mer fullstendig beslutningsgrunnlag, og for å øke forutsigbarheten for selskapene og deres mulighet til å komme med innvendinger. Omfanget av dialog med enkeltselskaper må veies opp mot hensynet til god ressursbruk. Det må også

ses hen til at det ikke er hensiktsmessig at Etikkrådet går for langt inn i spørsmål som dreier seg om selskaps drift, og at det er Norges Bank som i første rekke er ansvarlig for den aktive eierskapsutøvelsen. Vurderer rådet å tilrå utelukkelse, skal utkast til tilråding, som tidligere, forelegges selskapet til uttalelse.

St.meld. nr. 20 (2008–2009) la opp til at det skulle fastsettes prinsipper for rådets utvelgelse av selskaper som skal undersøkes nærmere samt rutiner for Etikkrådets behandling av saker som gjelder spørsmål om en beslutning om utelukkelse skal oppheves. Det vises til retningslinjene § 5 første og fjerde ledd. Etikkrådet er i ferd med å utarbeide det nærmere innholdet av disse.

Et viktig tema i evalueringen var spørsmål som knyttet seg til styrking av samvirket mellom virkemidlene eierskapsutøvelse og utelukkelse. Departementet la i St.meld. nr. 20 (2008–2009) opp til bedre koordinering mellom Etikkrådet og Norges Banks arbeid der det er overlapp av ansvarsområder, jf. avsnitt 4.3.5.4. Dette er fulgt opp gjennom en ny bestemmelse om informasjonsutveksling og koordinering mellom Norges Bank og Etikkrådet i retningslinjene § 6. Det skal jevnlig avholdes møter mellom Finansdepartementet, Etikkrådet og Norges Bank for å utveksle informasjon om arbeidet med eierskapsutøvelsen og Etikkrådets overvåking av fondets portefølje. Etikkrådet og Norges Bank skal ha rutiner som sørger for at eventuell kontakt med samme selskap er koordinert.

Etikkrådet kan be Norges Bank om opplysninger om hvordan saker knyttet til enkeltselskaper er håndtert i eierskapsutøvelsen. Etikkrådet kan videre be om Norges Banks uttalelse om andre forhold som vedrører selskaper i porteføljen. Norges Bank kan også be Etikkrådet om å stille sine vurderinger av enkeltselskaper til disposisjon.

Når det gjelder informasjonsutveksling, er det på det rene at Norges Bank har andre og strengere taushetsregler i sentralbankloven enn det som gjelder for Etikkrådet. Dette må en ta hensyn til ved anvendelsen av § 6.

Anvendelsesområdet for de nye retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper er hele porteføljen av SPUs noterte investeringer, herunder eiendomsinvesteringer. Når det gjelder unoterte investeringer, vises det til omtale nedenfor.

Nærmere om retningslinjer for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse

De nye retningslinjene § 1 første ledd viser til at forvaltningen av fondsmidlene skal bygge på målet om høyest mulig avkastning, jf. forskrift 22. desember 2005 nr. 1725 om forvaltning av Statens pensjonsfond utland § 2 tredje ledd. Bestemmelsen legger til grunn at god avkastning på lang sikt er

avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand. Dette innebærer en videreføring av de tidligere etiske retningslinjene punkt 1.1. I tillegg er det angitt at høyest mulig avkastning på lang sikt anses å avhenge av «velfungerende, legitime og effektive markeder». Dette er i tråd med omtalen i St.meld. nr. 20 (2008–2009) avsnitt 4.3.2 og boks 4.2.

Som oppfølging av resultatene av evalueringen er det i retningslinjene § 1 annet ledd stilt krav om at banken skal integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksomheten. Dette er et ambisiøst mål, som også er i tråd med FNs Principles for Responsible Investment (PRI). Både Norges Bank og Finansdepartementet har sluttet seg til PRI. Integrering av disse hensynene skal skje under hensyntagen til fondets investeringsstrategi og rollen som finansiell forvalter. Annet ledd i denne bestemmelsen slår fast at fondets lange tidshorisont for investeringene og at investeringene er bredt plassert i markedene, skal vektlegges ved utøvelsen av forvalteroppdraget. Det vises i denne sammenheng også til temaartikkelen i kapittel 11 om fondet som en universell eier.

Kravet i retningslinjene § 1 annet ledd om integrering av god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold er utformet på et helt overordnet nivå. Hvordan slike hensyn i praksis kan integreres i investeringsvirksomheten vil variere mellom investeringsområder og aktivaklasser. Den nærmere operasjonaliseringen må derfor foretas av Norges Bank. Etter utkastet § 1 tredje ledd skal banken utarbeide interne retningslinjer hvor det framgår hvordan de nevnte hensynene er integrert i investeringsprosessen for de enkelte aktivaklassene, både for den internt og eksternt forvaltede delen av porteføljen. Det vises til omtale i St.meld. nr. 20 (2008–2009) avsnitt 4.3.3.4, særlig sidene 109 og 112.

Retningslinjene § 2 omhandler Norges Banks eierskapsutøvelse, og viderefører vesentlige deler av innholdet i de tidligere etiske retningslinjene punkt 3.1. En ny bestemmelse er tatt inn i § 2 tredje ledd hvor det framgår at større endringer i bankens prioriteringer i eierskapsutøvelsen skal oversendes til departementet før endelig beslutning treffes. Bankens planer skal høres offentlig før de oversendes departementet. Dette er en oppfølging av resultatene av evalueringen, jf. St.meld. nr. 20 (2008–2009) side 112. Denne prosedyren er allerede gjennomført i forbindelse med at Norges Bank i 2009 utarbeidet to nye forventningsdokumenter knyttet til selskapers håndtering av vann og problemstillinger som følge av klimautfordringene.

Departementet har som ambisjon at en gjennom forvaltningen av SPU skal bidra i utviklingen av beste praksis innenfor området ansvarlige investerin-

ger, jf. St.meld. nr. 20 (2008–2009) og avsnittene 2.1.1, 4.1.1 og 4.3.3.4. Retningslinjene § 3 inneholder en bestemmelse om at banken aktivt skal bidra til utviklingen av gode internasjonale standarder innen ansvarlig investeringsvirksomhet og eierskapsutøvelse.

Nye krav til åpenhet og rapportering omkring arbeidet med eierskapsutøvelse ble varslet i St.meld. nr. 20 (2008–2009), jf. blant annet side 113. Retningslinjene § 4 inneholder nye regler for rapportering om bankens arbeid innen eierskapsutøvelse og integrering av hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold. Bestemmelsen i § 4 er mer detaljert og gir anvisning på hyppigere rapportering enn de tidligere etiske retningslinjene.

Særlig om unoterte investeringer

De nye reglene for SPUs eiendomsinvesteringer åpner opp for investeringer i unoterte instrumenter, som unoterte aksjer og obligasjoner.

Utelukkelsesmekanismen er tilpasset noterte instrumenter. Disse investeringene er i stor grad bestemt av referanseindeksen. Verdipapirene kjøpes uten forhåndsvurdering av selskapets praksis når det gjelder miljømessige og samfunnsmessige forhold. Notering av selskapene i SPUs aksjeportefølje bidrar til relativt høyt nivå av offentlig informasjon om selskapet. Eierandelene er gjennomgående små og investeringene er likvide, slik at nedslag kan gjennomføres uten nevneverdig kurspåvirkning og med relativt lave transaksjonskostnader.

Investeringene i eiendomsporteføljen vil ha andre kjennetegn. Eierandelene kan være mye større enn i aksjeporteføljen, og de vil være langt mindre likvide enn børsnoterte verdipapirer. Dette betyr at et pålagt nedslag vil kunne medføre langt større risiko for tap og høye transaksjonskostnader. Hvis eierandelen er stor, kan det også argumenteres for at det ikke vil framstå særlig etisk å selge andelen dersom det oppstår et problem knyttet til for eksempel miljø eller arbeidstakerrettigheter. Tvert i mot kan det hevdes at fondet burde ha gode muligheter til å påvirke situasjonen gjennom utbedringer og tiltak. Den offentlige informasjonstilgangen for unoterte investeringer vil normalt være dårligere enn for noterte. Dette gjør det vanskelig for Etikkrådet å overvåke porteføljen. Den informasjonen Etikkrådet baserer seg på, tar ofte utgangspunkt i offentlig tilgjengelige kilder.

I St.meld nr. 16 (2007–2008) heter det på s. 91:

«I utgangspunktet vil de etiske retningslinjene gjelde også for investeringer i nye aktivaklasser som eiendom.»

Med de nye retningslinjene som nå er fastsatt, er de etiske retningslinjene av 2004 avløst av de to nye

retningslinjene for ansvarlig investeringspraksis som er omtalt ovenfor. Retningslinjene for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse får anvendelse for noterte så vel som unoterte investeringer.

Når det gjelder retningslinjene for utelukkelse og observasjon, taler de særlige kjennetegnene ved unoterte investeringer som er beskrevet ovenfor i retning av at det ikke vil være hensiktsmessig å la dagens utelukkelsesmekanisme gjelde for slike investeringer. Den etiske minstestandarden som retningslinjene for utelukkelse og observasjon legger opp til, bør ivaretas på andre måter for unoterte investeringer i eiendomsporteføljen. Det vil være særlig aktuelt å legge opp til at vurderinger knyttet til sosiale og miljømessige forhold gjøres i forkant av investeringen. Der- som det oppstår problemer knyttet til konkrete investeringer etter at de er foretatt, bør eierskapsutøvelse være det primære virkemiddelet.

Departementet har etter dette kommet til at retningslinjene for utelukkelse og observasjon ikke bør gis anvendelse for unoterte investeringer. Departementet vil komme nærmere tilbake til disse spørsmålene og vurdere om og i tilfelle hvordan en særlig regulering av slike forhold bør gjøres overfor unoterte investeringer.

SPØRSMÅL VEDRØRENDE STATSOBLIGASJONER

I 2007 ble det innført en ny bestemmelse i de utfyllende retningslinjene for forvaltningen av SPU punkt 3.2 om restriksjoner på investeringer i enkelte statsobligasjoner. Bestemmelsen er utformet slik at den gir departementet anledning til å avskjære Norges Bank fra å investere i statsobligasjoner utstedt av bestemte land. Finansdepartementet har besluttet at SPU ikke skal investeres i statsobligasjoner utstedt av staten Myanmar (Burma). Bakgrunnen for dette framgår av St.meld. nr. 24 (2006–2007) avsnitt 3.4.2:

«(...) For å unngå at det skapes usikkerhet om formålet med investeringene i fondet, legges det vekt på at slike vedtak må reflektere bred politisk enighet i tråd med prinsippet om «overlappende konsensus» fra Graver-utvalget. Vedtak om å ikke investere i enkelte lands statsobligasjoner bør derfor i første rekke gjelde land der det er vedtatt FN-sanksjoner, eller land som er omfattet av andre særlige internasjonale tiltak som Norge har sluttet opp om. Med bakgrunn i EUs og andre lands tiltak mot Burma legger Regjeringen opp til at å endre retningslinjene slik at Norges Bank eksplisitt avskjæres fra å investere pensjonsfondets kapital i obligasjoner utstedt av staten Burma.(...)»

Stortinget sluttet seg senere til dette, jf. Innst. S. nr. 228 (2006–2007) hvor det heter:

«Komiteen tar omtalen til orientering, og tar til etterretning at Regjeringen legger opp til å endre ret-

ningslinjene slik at Norges Bank eksplisitt avskjæres fra å investere pensjonsfondets kapital i obligasjoner utstedt av staten Burma.»

I St.meld. nr. 20 (2008–2009) drøftes spørsmål omkring de etiske retningslinjenes anvendelse på fondets investeringer i statsobligasjoner. Bakgrunnen for dette var at enkelte høringsinstanser i forbindelse med evalueringen hadde tatt opp hvorvidt en bør utvide omfanget av forbudet mot å investere i enkelte lands statsobligasjoner. Andre høringsinstanser hadde tatt opp spørsmål knyttet til opptak av såkalt «illegitim gjeld». Departementet uttalte i St.meld. nr. 20 (2008–2009) avsnitt 4.4.1:

«(...) I likhet med Graver-utvalget mener departementet at ordinære utenrikspolitiske kanaler er et langt viktigere virkemiddel for å påvirke andre lands myndigheter i ønsket retning. For å unngå at det skapes usikkerhet om formålet med investeringene i fondet, må slike beslutninger reflektere bred politisk enighet. Beslutning om ikke å investere i enkelte lands statsobligasjoner bør derfor først og fremst gjelde land som FNs Sikkerhetsråd har vedtatt sanksjoner overfor, eller land som er omfattet av andre internasjonale tiltak som Norge har sluttet opp om. Det er på denne bakgrunn besluttet at Statens pensjonsfond – Utland ikke kan investeres i statsobligasjoner utstedt av Burma.

Regjeringen legger til grunn at det vil innebære en dramatisk boikott av et land å gå til det skritt å utelukke dette landets statsobligasjoner fra investeringsuniverset. Regjeringen vil bare gå til et slikt skritt hvis det følger av internasjonale sanksjoner. Det har ikke vært norsk politikk å innføre unilaterale tiltak mot land som er i krig, borgerkrig mv. Dette ville også kunne oppfattes som en sterk politisering av fondet og gi det mer karakter av et utenrikspolitisk instrument. En annen side ved dette er at investeringer i statsobligasjoner neppe på generell basis kan anses som en direkte finansiering av krig/konflikt, men like gjerne kan gå til legitime formål staten ivaretar som skole og helse mv. Det er uaktuelt, løsrevet fra en slik internasjonal forankring, å bruke trusselen om investeringsuttrekk som et generelt virkemiddel i norsk utenrikspolitikk.»

I Innst. S. nr. 277 (2008–2009) heter det:

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

Departementet har i tråd med flertallets merknad foretatt en ny gjennomgang av reglene som gir anledning til å avskjære SPU fra investeringer i visse lands statsobligasjoner.

Statsobligasjoner er obligasjoner utstedt av stater i den hensikt å finansiere landets offentlige utgifter. Statsobligasjoner legges ut for salg i de internasjonale finansmarkedene, og kan etter utstedelsen som hovedregel omsettes i annenhåndsmarkedet. Obligasjonsmarkedet er en av flere finansieringskilder et land kan benytte til å skaffe finansiering. Kapital som lånes inn gjennom statsobligasjonsmarkedet disponeres av vedkommende lands myndigheter. I tillegg kan finansiering skje gjennom direkte innlån, blant annet fra andre stater eller internasjonale finansinstitusjoner, for eksempel Verdensbanken, Det internasjonale pengefondet eller regionale utviklingsbanker. Statsobligasjoner vil bare være egnet som finansieringskilde dersom det finnes kjøpere til obligasjonene. Dette innebærer at stater som har lav tillit i kapitalmarkedene, for eksempel som følge av svake statsfinanser eller manglende tillit til makthaverne, i praksis ofte ikke vil utstede statsobligasjoner.

Departementet mener det ville være svært krevende å praktisere et system der fondet som finansiell investor skal anvende virkemidler, herunder utelukkelse av statsobligasjoner eller dialog med andre lands myndigheter, basert på en vurdering av om landet gjør seg skyldig i for eksempel miljødeleggelser eller menneskerettighetsbrudd. For det første ville en da bevege seg svært langt inn i utenrikspolitikken. SPU er eid av staten, og det vil være vanskelig å forhindre at fondets eventuelle utelukkelse av andre lands statsobligasjoner samtidig blir oppfattet som staten Norges offisielle syn. Det vil være vanskelig å unngå at slike beslutninger tolkes som en ensidig boikott av vedkommende land, og på den måten et sterkt utenrikspolitisk signal. Som flertallet i komiteen påpeker, skal ikke fondet være et utenrikspolitisk virkemiddel. Det ville være svært problematisk å skulle gi utenrikspolitiske signaler gjennom fondet som strider med den politikk Norge ellers fører, eksempelvis overfor land som er i krig, borgerkrig mv. Det har ikke vært norsk politikk å innføre ensidige tiltak mot land som er i en slik situasjon. I tillegg kommer at en eventuell utelukkelse på bakgrunn av vurderinger knyttet til andre staters påståtte rettsstridige handlinger vil kunne medføre vanskelige juridiske problemstillinger, både når det gjelder landets interne rett og internasjonal rett. Det samme gjelder klarlegging av faktiske forhold.

Videre vil det å eie statsobligasjoner ikke være noe naturlig utgangspunkt for en dialog med andre lands myndigheter om for eksempel menneskerettsspørsmål. Verken Finansdepartementet som eier av fondet eller Norges Bank som forvalter har noen

naturlig rolle i dialog med andre lands myndigheter om slike spørsmål. Slik dialog må foregå gjennom Utenriksdepartementet og i de fora som er etablert for dette. Obligasjonsinnehav ville for øvrig være en lite treffsikker inngangsport for å ta opp spørsmål om menneskerettigheter i bestemte land. Mange av de land der det kan være mest grunn til bekymring for brudd på menneskerettighetene utsteder ikke obligasjoner. Dette understreker viktigheten av å bruke ordinære utenrikspolitiske kanaler i dialogen med andre stater. Det gir det beste grunnlaget for å prioritere innsatsen der hvor behovene er størst.

Ut fra disse tungtveiende hensynene har det vært et prinsipielt utgangspunkt siden de etiske retningslinjene ble vedtatt at tiltak rettet mot stater ikke er noe velegnet virkemiddel for fondet. Det er imidlertid gjort ett unntak som gjelder ordningen med å avskjære investeringer i statsobligasjoner utstedt av staten Burma. Som det framgår av St.meld. nr. 24 (2006–2007) er Burma gitt en særskilt behandling på grunn av omfanget av internasjonale tiltak mot landet. Ordningen med forbud mot investeringer i burmesiske statsobligasjoner bygger dermed på klare og objektive kjennetegn som er observerbare for andre, og står derfor i mindre fare for å bli oppfattet som en ensidig utenrikspolitisk handling. For øvrig er det slik at de fleste land som ev. kan komme i samme kategori som Burma ikke utsteder statsobligasjoner.

Dagens rammeverk for forvaltningen av fondet, utfyllende retningslinjer punkt 3.2, gir departementet en mulighet til å avskjære investeringer i burmesiske statsobligasjoner. De nærmere kriteriene for en slik beslutning framgår imidlertid ikke av nevnte punkt 3.2. Det kan derfor være hensiktsmessig å formalisere en slik ordning på mer generelt grunnlag. Utelukkelse av statsobligasjoner utstedt av bestemte land bør bare besluttet der det er vedtatt omfattende FN-sanksjoner, eller andre internasjonale tiltak av stort omfang rettet mot et bestemt land og Norge har sluttet opp om tiltakene. Bare på et slikt grunnlag vil det være aktuelt å gjøre unntak fra det prinsipielle utgangspunktet om at fondet ikke skal iverksette tiltak mot stater. Finansdepartementet tar sikte på at man tar inn regler om dette i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU senest innen utgangen av året.

Departementet viser for øvrig til at Norge gjennom Utenriksdepartementet deltar i et internasjonalt arbeid med siktemål å komme fram til en omforent definisjon av ansvarlig långivning og illegitim gjeld og eventuelle regler som skal forhindre opptak av slik gjeld. Dette arbeidet dreier seg ikke i første rekke om gjeld opptatt gjennom statsobligasjoner, men stat-til-stat gjeld. Midlene i SPU benyttes ikke til å gi direkte lån til stater. Finansdepartementet vil likevel holde seg orientert om arbeidet på generell basis.

4.2 Komiteens merknader

Komiteen viser til meldingens omtale av retningslinjer for ansvarlige investeringer i SPU. Komiteen støtter de nye retningslinjene slik de er fremstilt i årets melding. Komiteen viser til den redegjørelse som er gitt i meldingen som tilsvaer på bestillingen fra komiteen i merknadene til fjorårets melding, om en nærmere gjennomgang av mulighetene for å videreutvikle fondets etiske retningslinjer også for investeringer i statsobligasjoner. Komiteen merker seg at departementet vil formalisere praktiserte regler om at uttrekk av statsobligasjoner utstedt av bestemte land bare bør besluttes der det er vedtatt omfattende FN-sanksjoner eller andre internasjonale tiltak av stort omfang rettet mot et bestemt land, og Norge har sluttet opp om tiltakene. Departementet understreker at bare på et slikt grunnlag vil det være aktuelt å gjøre unntak fra det prinsipielle utgangspunktet om at fondet ikke skal iverksette tiltak mot stater. Komiteen støtter dette og tar til etterretning at departementet tar sikte på å ta inn regler om dette i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU senest innen utgangen av året. Komiteen understreker viktigheten av at fondet ikke skal være et utenrikspolitisk virkemiddel.

Komiteen tar for øvrig redegjørelsen til orientering.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, viser til at lov om Statens pensjonsfond forutsetter at den operative gjennomføringen av forvaltningsoppdraget skal foretas av Norges Bank, etter retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet. Flertallet stadfester på dette punkt sin støtte til departementets oppfatning om at Norges Bank må ha en viss grad av frihet i gjennomføringen av forvaltningen av fondet, og at løpende detaljstyring fra departementet verken er mulig eller ønskelig.

Flertallet mener imidlertid at finanskrisen har understreket betydningen av at risikonivået i SPU er godt forankret hos politiske myndigheter. Reglene om forvaltningen av SPU bør således reflektere et risikonivå i fondet som er i tråd med politiske myndigheters ønsker. Flertallet er følgelig positiv til de endringer som medfører en klarere rapportering og forankring av SPUs virksomhet i Stortinget. Flertallet viser til at direkte rapportering fra Norges Banks representantskap til Stortinget etter departementets syn vil bidra til å synliggjøre og styrke Stortingets kontroll med virksomheten i Norges Bank og SPU, samt bidra til å styrke både eierskapet og legitimiteten til fondet. Flertallet mener det må være stor grad av åpenhet om forvaltningen av fondet, for å sikre en grunnleggende tillit i befolkningen til måten fondet forvaltes på. Flertallet støtter

departementets vurdering av at dette fordrer detaljerte regler for offentlig rapportering – også i forhold til hovedstyrets utfyllende regler for forvaltningen av SPU.

Flertallet viser videre til meldingens omtale av alternative forvaltningsmodeller for SPU, og registrerer at departementets konklusjon er ikke å skille ut forvaltningen av SPU fra Norges Bank nå. Departementet mener dagens organisering har fungert godt over tid, bidratt til å skape legitimitet om fondskonstruksjonen, samt bidratt til oppbyggingen av NBIM som en solid forvalterorganisasjon. Flertallet viser videre til at det er iverksatt flere tiltak de senere årene for å styrke forvaltningen. Flere av disse tiltakene er innført relativt nylig eller vil bli innført i løpet av de nærmeste årene, og det har følgelig vært en begrenset periode hvor disse har fått virke. Det er etter flertallets syn grunn til å tro at tiltakene til sammen vil bidra til en styrking av fondets forvaltning i årene som kommer. Flertallet slutter seg til departementets konklusjon om å videreføre dagens organisasjonsmodell og ikke skille ut forvaltningen av SPU fra Norges Bank nå.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet, Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre viser til meldingens drøfting av mulige alternative organisasjonsmodeller for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Disse medlemmer mener at det er foretatt flere nødvendige justeringer de senere år som både sikrer mer åpenhet, bedre rutiner og mer kontroll av forvaltningen. Fondets størrelse tilsier imidlertid at departementet må vurdere hvilke organisasjonsmodeller som best kan ivareta de ulike interesser frem i tid. Disse medlemmer mener det er en utfordring at hovedstyret i Norges Bank i tillegg til de vanlige sentralbankoppgavene har ansvaret for å føre tilsyn og kontroll med forvaltningen av SPU. Ansvaret som knytter seg til kapitalforvaltningen, skiller seg så mye fra de øvrige oppgaver som ligger i hovedstyret at det bør vurderes en annen organisasjonsmodell.

Disse medlemmer viser til at meldingen drøfter ulike organisasjonsmodeller, deriblant å skille ut forvaltningen av SPU i et særlovselskap og å opprette en egen rentekomite. Disse medlemmer mener at begge disse modellene er interessante og bør utredes videre.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet, Kristelig Folkeparti og Venstre viser til at en enstemmig utenrikskomité i Innst. S. nr. 269 (2008–2009), samt et flertall i finanskomiteen i Innst. S. nr. 277 (2008–2009), uttalte at etablering av et nytt investeringsfond for fattige u-land «vil være riktig fra et etisk ståsted». Dette trengs

nå, ikke minst for å motvirke negative følger for investeringer og næringsutvikling i utvalgte lavinntektsland som følge av de internasjonale økonomiske utfordringene.

Disse medlemmer viser til eget forslag om dette i kap. 15 nedenfor.

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

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

Disse medlemmer fremmer derfor følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen foreta en ny gjennomgang av de bedriftene som i dag er utelukket i Statens pensjonsfond utlands investeringsportefølje grunnet rigid praksis av de etiske retningslinjene.»

Komiteens medlem fra Venstre viser til at det i løpet av det siste året har skjedd betydelige endringer bl.a. når det gjelder revisjonsordningen for Norges Bank. Dette medlem viser til at Venstre ønsket en ordning hvor Riksrevisjonen hadde revisjonsansvaret for Norges Bank, men tar til etterretning at dette syn kun ble støttet av Fremskrittspartiet, i tillegg til Riksrevisjonen selv.

Dette medlem mener fortsatt at det er behov for å endre sentralbankloven slik at Riksrevisjonen i praksis kan foreta en årlig kontroll av virksomheten i Norges Bank generelt og Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland (SPU) spesielt og rapportere til Stortinget på bakgrunn av denne kontrollen. Dette medlem viser til Dokument nr. 8:69 (2008–2009) og de forslag som der ble fremmet om

å iverksette tiltak for å gi Stortinget økt mulighet til å ivareta sin kontrollfunksjon av om forvaltningen av Statens pensjonsfond er i tråd med de retningslinjer Stortinget selv har lagt.

5. Finanskrisen og utviklingen til SPU's referanseindeks

5.1 Sammendrag

Investeringsstrategien for SPU er basert på vurderinger av forventet langsiktig avkastning og risiko. Strategien uttrykkes i en referanseindeks som består av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner (rentepapirer). I perioder vil finansmarkedene være preget av store svingninger, og avkastningen kan avvike betydelig fra de langsiktige forventningene. Kunnskap om slike perioder er viktig for arbeidet med fondet fordi det gir innsikt i porteføljens diversifiseringsegenskaper og følsomhet overfor utviklingen i realøkonomien og andre risikofaktorer.

Finanskrisen utløste det største fallet i aksjemarkedet siden etableringen av SPU. Verdens aksjemarked falt 54 pst. fra oktober 2007 til mars 2009, og referanseindeksen til SPU falt med 24,9 pst. i samme periode. I det følgende analyseres utviklingen til referanseindeksen gjennom finanskrisen. I analysen av referanseindeksen for aksjer er det lagt vekt på utviklingen i de ulike sektorene i markedet. Denne tilnærmingen gir et godt bilde av flere særtrekk ved finanskrisen.

Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

5.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

6. Den akademiske forskningen omkring markedseffisiens og aktiv forvaltning

6.1 Sammendrag

I kapittel 2 i meldingen er det gjort nærmere rede for evalueringen av den aktive forvaltningen i SPU. Det er blant annet vist til at Finansdepartementet bestilte en ekstern utredning fra professorene Andrew Ang (Columbia Business School), William N. Goetzmann (Yale School of Management) og Stephen Schaefer (London Business School), der formålet var å gjøre rede for det teoretiske og empiriske grunnlaget for aktiv forvaltning, analysere resultatene i den aktive forvaltningen i fondets historie og drøfte grunnlaget for aktiv forvaltningen framover. I denne temaartikkelen presenteres et sammendrag av resultatene fra ekspertgruppens gjennomgang av den

akademiske forskningen om markedseffisiens og aktiv forvaltning.

Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

Den moderne beskrivelsen av markedseffisienshypotesen åpner for at det kan eksistere lønnsomme aktive forvaltningsstrategier basert på utnyttelse av komparative fortrinn. Slike fortrinn kan være spesialisert kunnskap, lavere transaksjonskostnader, lavere forvaltningskostnader eller lavere kostnader knyttet til prinsipal-agent problemer, og en finansieringsstruktur som åpner for handel i aktiva med lang verifikasjonshorisont. Slike strategier medfører at likvide verdipapirmarkeder generelt i stor grad er effisiente, selv om det kan eksistere enkelte avvik (anomalier). Ang, Goetzmann og Schaefer argumenter for at en kan betrakte avveiningen mellom passiv indeksering og aktiv forvaltning som en beslutningsvariabel. Den optimale tilpasningen vil generelt avhenge av oppfatninger om eksistensen av og potensialet knyttet til forvalterens dyktighet, prisingen på verdipapirene i det aktuelle markedet, investors tidsprefranser og risikoaversjon, samt forvalters kompetanse og belønningssystem. Ang, Goetzmann og Schaefer mener at selv en beskjeden dyktighet hos forvalter taler for at i hvert fall deler av SPU forvaltes aktivt.

6.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

7. Risikofaktorer i aksje- og obligasjonsmarkedet

7.1 Sammendrag

St.meld. nr. 20 (2008–2009) inneholdt en omtale av prisede systematiske risikofaktorer i aksje-, obligasjons- og eiendomsmarkedet, jf. boks 2.3 side 54. Det framgikk der at flerfaktormodeller har tatt over for den enkle kapitalverdimodellen som forklaring på aksjeavkastning. I obligasjonsmarkedene er kredittrisiko, terminrisiko (realrenterisiko) og likviditetsrisiko anerkjente prisede risikofaktorer. Også muligheten for en priset risikofaktor i eiendomsmarkedet ble diskutert.

Systematisk risiko er den risikoen man sitter igjen med i en veldiversifisert portefølje, mens den diversifiserbare risikoen går under alternative navn som verdipapirspesifikk og idiosynkratisk risiko. Den systematiske risikoen reflekterer økonomiens iboende usikkerhet. Investorer kan ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, kredittskviser, manglende likviditet og markedskollaps med videre. En investor kan imidlertid la være å investere i (eller kun investere en mindre andel) i verdipapirer som for eksempel aksjer, som faller spesielt mye i pris i dårlige tider.

Fordi de fleste investorer har risikoaversjon, og fordi systematisk risiko er uløselig knyttet til verdipapirinvesteringer, krever investorene en kompensasjon for denne risikoen i form av en høyere forventet avkastning. En viktig innsikt fra finansteorien er at avkastningskravet på en aksje eller en obligasjon er knyttet til det bidraget investeringen gir til porteføljens systematiske risiko, og ikke til verdipapirets risiko isolert sett.

I finansteorien som ble utviklet på midten av 1960-tallet (kapitalverdimodellen) ble det antatt at den systematiske risikoen til et verdipapir følger av samvariasjonen mellom avkastningen på verdipapiret og avkastningen på markedsporteføljen, målt ved såkalt «beta». Verdipapirer med beta større enn én er mer risikable enn markedet generelt, og vil ha et tilsvarende høyere krav til forventet avkastning enn avkastningskravet på markedsporteføljen.

Kapitalverdimodellen har hatt stor betydning for forståelsen av avkastning og risiko i verdipapirmarkedene. Et verdipapirs beta regnes fortsatt som en viktig priset risikofaktor. Empirisk forskning har imidlertid vist at sammenhengen mellom avkastning og risiko er mer sammensatt enn hva modellen legger til grunn. Den kan for eksempel ikke forklare en del observerte fenomener i verdipapirmarkedene. Det har blant annet vist seg at små selskaper har hatt høyere gjennomsnittsavkastning enn store selskaper, og at dette ikke kan tilskrives forskjeller i selskapenes beta. Modellen kan heller ikke forklare hvorfor selskaper med lav markedsverdi i forhold til bokført egenkapital (såkalte verdiselskaper) i ettertid har hatt høyere gjennomsnittsavkastning enn selskaper med høy markedsverdi relativt til bokført egenkapital (vekstselskaper). Videre viser empiriske studier at selskaper som har hatt høy avkastning siste 3–12 måneder har hatt en tendens til i gjennomsnitt å ha høy avkastning også i de påfølgende 3–12 måneder, jf. kapittel 6 i meldingen. Denne såkalte momentum-effekten kan heller ikke forklares med ulike markedsbeta.

Dette tyder på at kapitalverdimodellen er for enkel. Den bygger da også på et sett lite realistiske forutsetninger.

I lys av dette utvidet Fama og French kapitalverdimodellen til å inkludere ytterligere to systematiske risikofaktorer, selskapsstørrelse (gitt ved markedsverdi) og verdi (markedsverdi i forhold til bokført verdi). Ifølge denne modellen vil små selskaper ha høyere forventet avkastning enn store selskaper, korrigert for markedsbeta. Det samme gjelder for verdiselskaper. Carhart utvidet denne såkalte trefaktormodellen til å inkludere en momentum-faktor («firefaktormodellen»).

En mulig teoretisk forklaring på størrelse- og verdieffektene er at små aksjeselskaper og verdiselska-

per er selskaper som er mer utsatt i krisetider. I nedgangstider antas det at denne typen selskaper har lettere for å gå konkurs eller få større finansielle problemer enn andre selskaper. Avkastningen på aksjer i slike selskaper vil dermed være spesielt lav under slike markedsforhold, og lavere enn det som følger av selskapenes beta. I stedet for å sikre stabilitet, bidrar disse aksjene til å forsterke svingningene i porteføljeavkastningen. Gjennomsnittsinvestoren vil da kreve høyere avkastning på slike aksjer.

Det er ikke utviklet en tilsvarende «rasjonell» forklaring på momentumeffekten.

Selv om disse tre- og firefaktormodellene gir en bedre forklaring av avkastningsforskjellene i aksjemarkedet, og noen av faktorene har en til dels intuitiv forklaring, er det ikke full enighet blant finansteknikere om alle disse faktorene virkelig er systematiske risikofaktorer som er priset i markedet, eller om de er mer tidsbegrensede feilprisinger som kan reflektere mindre rasjonell investoratferd.

En annen kjent risikofaktor er likviditet. Siden likviditet varierer over tid, skapes usikkerhet knyttet til framtidige transaksjonskostnader. Likviditet påvirker også prisnivået, og likviditetsfluktuasjoner kan derfor også påvirke prisvolatiliteten. Begge disse forholdene innebærer at likviditetsvariasjoner utgjør en ekstra risiko som kommer i tillegg til den vanlige risikoen knyttet til fluktuasjoner i bedriftenes framtidige inntjening. Papirer som relativt sett er illikvide når avkastningen i markedet generelt sett er lav, er spesielt risikable for investorer fordi de bidrar til å forsterke variasjonen i avkastningen. I teorien kompenseres dette gjennom høyere forventet avkastning.

Empiriske undersøkelser gir støtte for at likviditetsrisiko prises og kan forklare deler av forskjellen i gjennomsnittsavkastning mellom ulike investeringer. Det har imidlertid vist seg å være vanskelig å beregne pålitelige tidsserier for avkastningen knyttet til likviditetspremien.

En globalt diversifisert portefølje som SPU er trolig eksponert mot mange av disse systematiske risikofaktorene, både i den strategiske referanseindeksen og i den faktiske porteføljen. I rapporten fra professorene Ang, Goetzmann og Schaefer om den aktive forvaltningen i SPU pekes det på at fondets formål og særpreg kan tale for en annen eksponering mot noen av disse risikofaktorene enn hva en får ved å holde markedsporteføljen, se omtale i avsnitt 2.3 i meldingen. Mens gjennomsnittsinvestoren per definisjon holder markedsporteføljen, bør investorer med ulike risikotoleranser søke ulik eksponering mot de prisede risikofaktorene, for på den måten å optimalisere bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko. Slik porteføljetilpasning til flere risikofaktorer er godt beskrevet av Cochrane.

Et sentralt spørsmål er hvordan ulike risikofaktorer vil kunne påvirke avkastning og risiko i SPU. Historiske data viser at avkastningsfordelingene til risikofaktorer kan være svært forskjellige. En investor som søker en annen faktoreksponering enn den som til enhver tid ligger i markedsporteføljen, må derfor forvente en annen avkastning og risiko. Nedenfor beskrives avkastningsfordelingene til noen av de viktigste risikofaktorene i aksje- og obligasjonsmarkedet. De historiske data som benyttes er basert på rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer. Dette datasettet gir månedlig faktoravkastning for perioden desember 1997 – september 2009.

Månedlig meravkastning i en globalt diversifisert portefølje av aksjer i verdiselskaper relativt til vekstselskaper er vist i figur 7.1. Verdi- og vekstselskaper er her definert av indeksleverandøren MSCI. Verdiselskaper har hatt høyere avkastning enn vekstselskaper gjennom perioden (2,1 pst. årlig gjennomsnittlig meravkastning). Dette er om lag den avkastningen en investor ville oppnådd (før fradrag for transaksjonskostnader) ved å selge vekstselskapene i MSCI-indeksen og kjøpe verdiselskapene. Årlig standardavvik (volatilitet) til denne avkastningen har vært 9,1 pst. Figur 7.2 viser verdiutviklingen til en portefølje som er investert i henhold til en slik strategi. Volatiliteten er relativt lav, og verdifallet under finanskrisen er moderat i forhold til det kraftige fallet i det globale aksjemarkedet generelt (vist ved totalavkastningsindeksen FTSE All-World). Dette reflekterer at avkastningen til denne verdi-porteføljen har vært lavt korrelert med avkastningen i aksjemarkedet.

Månedlig meravkastning i en globalt diversifisert portefølje av aksjer i små selskaper relativt til store selskaper har også vært positiv (3,5 pst. årlig gjennomsnittlig meravkastning siden 1997). Volatiliteten til meravkastningen har vært 7,7 pst. Små og store selskaper er igjen definert av MSCI. Dette er den avkastningen en investor ville fått, før transaksjonskostnader, ved å selge de store selskapene i MSCI-indeksen og kjøpe de små. Også denne strategien ville gitt en verdiutvikling som er vesentlig mindre volatil enn verdiutviklingen i det generelle aksjemarkedet. Samvariasjonen med aksjemarkedet har vært lav.

Månedlig meravkastning knyttet til momentum er vist i figur 7.3. Dette er forskjellen i avkastning mellom amerikanske aksjer som har hatt henholdsvis høy og lav avkastning siste 12 måneder. «Vinneraksjene» har i gjennomsnitt gitt nesten 2 pst. høyere årlig avkastning enn «taperaksjene» gjennom perioden. Volatiliteten til meravkastningen har imidlertid vært svært høy, hele 23 pst. Avkastningsfordelingen har også såkalte fete haler, eller større tyngde i halene enn hva normalfordelingen har. Videre er den skjev-

fordelt mot lav avkastning («negative skewness»), noe som gir forhøyet nedsiderisiko. En momentum-strategi som går ut på å kjøpe de amerikanske vinneraksjene og selge taperaksjene ville gitt en avkastning som er lavt korrelert med det amerikanske aksjemarkedet, unntatt under finanskrisen, da avkastningen falt dramatisk kort tid etter at aksjemarkedet generelt hadde falt. Dimson, Marsh og Staunton har studert momentum-effekten i 17 utviklede aksjemarkeder ved hjelp av avkastningsdata tilbake til 1900. De finner at en momentum-strategi som beskrevet ovenfor ville gitt svært høy avkastning (før transaksjonskostnader) i de fleste aksjemarkedene. Strategien ville imidlertid vært kostbar å implementere, da den gir høye transaksjonskostnader. Resultatet sier derfor lite om framtidig avkastning etter kostnader knyttet til denne strategien.

I obligasjonsmarkedene er løpetidsrisiko og kredittrisiko kjente prisede risikofaktorer, som gir opphav til henholdsvis terminpremie og kredittpremie. Siden 1997 har amerikanske statsobligasjoner med lang løpetid (mer enn 20 år) hatt om lag 4 pst. høyere årlig avkastning enn statspapirer med kort løpetid (US Treasury bills 1–3 måneder). Volatiliteten til meravkastningen har vært om lag 12 pst. Den høye meravkastningen er imidlertid ikke representativ for forventet langsiktig terminpremie på amerikanske obligasjoner, da den er generert av fallet i rentenivået gjennom perioden. Dette fallet har gitt høy avkastning på obligasjoner med lang durasjon. Et mer rimelig anslag for langsiktig terminpremie er 0,5–1,5 pst., avhengig av durasjonen, jf. kapittel 8 i meldingen.

Til kredittrisiko er det knyttet en forventet kredittpremie, ut over renten på tilsvarende obligasjoner uten kredittrisiko, hvis størrelse vil avhenge av kredittverdigheten til utsteder. Realisert kredittpremie kan imidlertid variere mye over tid, og i perioder har den vært negativ. Eksempler er amerikanske selskapsobligasjoner med middels høy kredittvurdering (Aa), som siden 1997 har gitt gjennomsnittlig årlig mindre avkastning på 0,6 pst. i forhold til amerikanske statsobligasjoner. Likeledes har amerikanske selskapsobligasjoner med svært lav kredittvurdering («high yield») gitt en årlig mindreavkastning på hele 3,8 pst. relativt til selskapsobligasjoner med noe høyere kredittvurdering (Baa). Disse tapene skyldes i stor grad finanskrisen (og i mindre grad teknologiboblen som sprakk i 2000–2002), som ga høyere forventet kredittpremie og tilhørende verdifall på selskapsobligasjoner med kredittrisiko. Den negative avkastningen siden 1997 er derfor ikke representativ for forventet langsiktig kredittpremie. Dimson, Marsh og Staunton har estimert den historiske kredittpremien på amerikanske selskapsobligasjoner helt tilbake til 1900. De finner en premie sammenliknet med statsobligasjoner på om lag et halvt prosent-

poeng for obligasjoner med middels høy kredittvurdering (Aaa og Aa).

Likviditetspremien er det som nevnt vanskelig å estimere. Datasettet fra Ang, Goetzmann og Schaefer inneholder imidlertid informasjon som kan brukes til å anslå den realiserste likviditetspremien. Denne informasjonen er forskjellen i renten på amerikanske statsobligasjoner med 10 års løpetid som er henholdsvis «off-the-run» (eldre papirer som er relativt illikvide) og «on-the-run» (nyere papirer som er relativt likvide). Empiriske studier tyder på at denne forskjellen, multiplisert med durasjonen, kan gi et omtrentlig estimat på realisert likviditetspremie, i det minste i statsobligasjonsmarkedet (jf. rapporten til Ang, Goetzmann og Schaefer). Resultatet av en slik beregning er at gjennomsnittlig årlig likviditetsavkastning har vært marginalt negativ siden 1997 (-0,1 pst.), og at avkastningsfordelingen har svært fete haler og er skjevfordelt mot lav avkastning. En likviditetsstrategi som går ut på å «høste» likviditetspremien i det amerikanske statsobligasjonsmarkedet ved å selge de likvide statsobligasjonene og kjøpe de illikvide ville derfor hatt en negativ verdiutvikling i perioden 1997–2009. En nærliggende forklaring på den negative verdiutviklingen er at den forventede likviditetspremien steg kraftig under finanskrisen og da teknologi-boblen sprakk i 2000–2002. Dette førte til negativ likviditetsavkastning. Som nevnt tidligere er det imidlertid rimelig å anta at likviditetspremien er positiv på lang sikt.

Mange forskere tror at det finnes enda flere prisede risikofaktorer, og at betydningen av disse kan variere over tid.

I rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer estimeres bidraget til meravkastning fra ytterligere to risikofaktorer, volatilitet og valutainvesteringer finansiert av valutalån («foreign exchange carry»). Volatilitetsfaktoren fanger opp forskjellen mellom forventet og realisert volatilitet. Investorer som tåler uventet stor markedsvolatilitet kan tjene en risikopremie over tid ved å selge forsikring mot uventet høy volatilitet til investorer som ønsker beskyttelse mot slike volatilitetssjokk. Figur 7.6 i meldingen viser avkastningen (verdiutviklingen) siden 1997 knyttet til en slik volatilitetsstrategi i det amerikanske aksjemarkedet, ut over risikofri rente. Det framgår at avkastningen var jevnt høy fram til finanskrisen, da den falt dramatisk og nullet ut all akkumulert avkastning oppnådd siden slutten av 1997. Avkastningen tok seg noe opp igjen i 2009, slik at gjennomsnittlig årlig avkastning ut over risikofri rente var marginalt positiv ved utgangen av september 2009 (1,2 pst.). Den lave avkastningen skyldes uventet stor volatilitet i aksjemarkedet under finanskrisen, som medførte store tap for utstedere av volatilitetsforsikring. Hvorvidt denne strategien vil gi en positiv risikopremie på

lang sikt avhenger av prising og vurdering av framtidig markedsvolatilitet. Som enhver form for forsikring kan strategien være lønnsom dersom risikoen prises riktig. Ang, Goetzmann og Schaefer argumenterer for at strategien tilhører settet av prisede risikofaktor i aksjemarkedet.

7.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

8. Forventet langsiktig realavkastning og risiko

8.1 Sammendrag

Finansdepartementet har i St. meld. nr. 16 (2007–2008) og St. meld. nr. 20 (2008–2009) redegjort for hvilke markedsforventninger som ligger til grunn for beregningen av SPUes langsiktige avkastning og risiko. Mer spesifikt ble det utarbeidet forventninger til langsiktig realavkastning og risiko (volatilitet) knyttet til de globale aksje- og obligasjonsindekser som inngår i fondets strategiske referanseindeks, og til en globalt diversifisert eiendomsportefølje. I tillegg ble langsiktig samvariasjon (korrelasjon) mellom realavkastningene til disse aktivaklassene anslått.

Det er nødvendig regelmessig å vurdere anslagene i lys av ny informasjon. Finanskrisen og dens virkning på verdens kapitalmarkeder de siste par år representerer viktig ny informasjon i så måte. I denne temaartikkelen gjennomgås anslagene med henblikk på eventuelle endringer. Det vil framgå av diskusjonen at det ikke er grunnlag for annet enn et par små justeringer.

Departementets tidligere anslag for forventet langsiktig årlig realavkastning, risiko og korrelasjoner er gjengitt i tabell 8.1 og 8.2 i meldingen. Det er knyttet stor usikkerhet til slike punktanslag på framtidig utvikling.

Til grunn for disse markedsforventningene ligger en analyse av historisk realavkastning og en gjennomgang av nyere forskningslitteratur.

Anslagene blir benyttet til å beregne forventet realavkastning og risiko til fondets strategiske referanseindeks. Dette gjøres ved hjelp av en stokastisk simuleringsmodell, som simulerer verdiutviklingen av de ulike aktivaklassene (også på tvers av land / regioner), rebalansering mellom disse, valutakurseffekter og tilførsel av nye fondsmidler.

Forventningene er ment å gjelde på svært lang sikt. De er ment å representere anslag for gjennomsnittlig årlig avkastning og volatilitet over en periode på mange tiår, eller over en periode som er lang nok til å omfatte mange konjunktursykler og tilhørende oppgangs- og nedgangstider i finansmarkedene.

Slike langsiktige forventninger kalles gjerne ubetingede, da de i liten grad påvirkes av tidsvarierende faktorer. På mellomlang sikt, for eksempel kommende 10 til 20 år, kan forventet gjennomsnittlig realavkastning og volatilitet avvike fra de langsiktige estimatene, for eksempel pga. tidsvarierende risikopremier eller ubalanser i markedsprisene, som påpekt i St. meld. nr. 20 (2008–2009). Estimer for slike tidsvarierende forventninger kalles betingede. Til slutt i denne temaartikkelen er det en kort diskusjon om hvorvidt avkastningsforventningene på mellomlang sikt avviker fra de langsiktige.

Siden de ubetingede forventningene gjelder for svært lange tidshorisonter, er terskelen relativt høy for å gjøre store endringer utelukkende ut fra markedsutviklingen de siste to år. I det følgende diskuteres markedsforventningene i tabell 1 og 2, med hovedvekt på aksjer og obligasjoner.

Forventet realavkastning og volatilitet på lang sikt

Statsobligasjoner (i form av en globalt diversifisert statsobligasjonsportefølje med durasjon rundt 5 år, og landvekter om lag som i SPUes strategiske referanseindeks) forventes ifølge tabell 8.1 å gi en årlig realavkastning på 2,5 pst. og volatilitet på 6 pst. Den forventede realavkastningen er større enn det historiske gjennomsnittet for perioden 1900–2009, som er 1,1 pst. ifølge årlige data fra Dimson, Marsh og Staunton (2010), jf. tabell 8.3 som viser historisk avkastning og volatilitet. Ved utgangen av 2007, før finanskrisen hadde slått inn for fullt i finansmarkedene, var den historiske gjennomsnittlige realavkastningen marginalt lavere (1 pst.). Den lave historiske realavkastningen viser at statsobligasjoner var en dårlig investering gjennom flere perioder i det forrige århundre, grunnet høy inflasjon (eller hyperinflasjon) og kriger.

Departementets anslag er imidlertid vesentlig lavere enn realavkastningen på statsobligasjoner etter 1975 (etter sammenbruddet av fastkursregimet Bretton Woods), som er en periode som kan være mer relevant å sammenlikne med (5,3 pst. realavkastning ved utgangen av 2009, og om lag det samme ved utgangen av 2007). Den høye realavkastningen i denne perioden reflekterer inflasjonsbekjempelsen og fallet i inflasjonsforventninger gjennom 1980- og 1990-årene, som mer enn oppveide tap i obligasjonsmarkedene under høyinflasjonsperioden på 1970-tallet. Med utgangspunkt i dagens situasjon, der sentralbanker i stor grad styrer etter lav og stabil inflasjon, anses ikke en gjentakelse av dette inflasjonsforløpet som det mest sannsynlige scenariet for de neste tiår.

Departementets anslag for framtidig langsiktig realavkastning på statsobligasjoner (2,5 pst.) framstår derfor som rimelig, også etter erfaringene fra 2008 og 2009. Anslaget ligger mellom det svært lave

gjennomsnittet for perioden 1900–2009 og det svært høye gjennomsnittet for perioden 1975–2009. Anslaget er konsistent med en forventet realavkastning på korte statspapirer på 1–2 pst. og en terminpremie på 0,5–1,5 pst. Historisk (1900–2009) har denne terminpremien vært om lag 1,4 pst., ifølge datasettet fra Dimson, Marsh og Staunton (statsobligasjoner med lang durasjon).

Den forventede volatiliteten til obligasjoner (6 pst., jf. tabell 8.1) er lavere enn den historiske volatiliteten, som har vært 8,9 pst. i perioden 1900–2009, jf. tabell 8.3. I perioden 1975–2009 var volatiliteten om lag den samme (8,3 pst.). Imidlertid er den gjennomsnittlige durasjonen til SPUs statsobligasjonsportefølje vesentlig lavere enn durasjonen til de statsobligasjoner som inngår i de historiske avkastningsseriene til Dimson, Marsh og Staunton. Det er derfor naturlig å anta lavere volatilitet for SPUs obligasjonsportefølje.

Departementet viderefører dermed anslagene for forventet realavkastning og risiko på obligasjonsporteføljen.

Aksjer (i form av en globalt diversifisert aksjeportefølje med landvekter om lag som i SPUs strategiske referanseindeks) forventes ifølge tabell 8.1 å gi en gjennomsnittlig årlig realavkastning på 5 pst. (geometrisk). Det historiske datasettet til Dimson, Marsh og Staunton viser at det tilsvarende historiske gjennomsnittet for perioden 1900–2009 er om lag 6,3 pst., som vist i tabell 8.3. Ved utgangen av 2007 var det historiske gjennomsnittet 6,7 pst.

Dette viser at erfaringene fra de siste to år, med dramatisk fall i aksjemarkedene i 2008 etterfulgt av sterk oppgang i 2009, trekker ned det historiske gjennomsnittet for realavkastning, men bare 0,4 prosentpoeng.

Dersom en begrenser den historiske aksjeanalysen til tiden etter Andre verdenskrig (f.o.m. 1946), for på den måten å gi den nyere tid større vekt, finner en noe høyere realavkastning (7,1 pst. ved utgangen av 2009, og 7,8 pst. ved utgangen av 2007).

Som det framgår av disse statistiske målingene, er departementets anslag for framtidig gjennomsnittlig realavkastning på aksjer lavere enn det historiske gjennomsnitt siden 1900, selv om forskjellen reduseres noe når en inkluderer avkastningstallene fra 2008 og 2009 i det historiske gjennomsnittet. Som finansiell forskning har vist, er imidlertid ikke historisk avkastning nødvendigvis noe godt estimat på framtidig avkastning. Framtidig aksjeavkastning kan heller ikke anslås uavhengig av avkastningen på alternative, mindre risikofylte investeringer (eller uavhengig av prisingen av aksjemarkedet og forventede framtidige utbyttestrømmer). Anslaget vil også avhenge av hvor stor en tror risikopremien for aksjer, eller «aksjepremien», vil være.

Forventet aksjepremie kan defineres som forskjellen mellom forventet avkastning på en globalt diversifisert aksje- og statsobligasjonsportefølje. Ifølge departementets anslag er den langsiktige aksjepremien 2,5 pst. (5 pst. realavkastning på aksjer fratrullet 2,5 pst. realavkastning på statsobligasjoner). Også dette anslaget kan sammenliknes med historiske erfaringer. Den gjennomsnittlige historiske aksjepremien kan bestemmes ved å ta differansen mellom den (geometrisk) gjennomsnittlige realavkastningen på de globale porteføljene av aksjer og statsobligasjoner som beskrevet ovenfor (landvekter om lag som i SPUs referanseindeks). En finner da at gjennomsnittlig aksjepremie var vesentlig større enn 2,5 pst. over perioden 1900–2009 (5,2 pst., jf. tabell 8.3), men at den har falt i nyere tid, til 2,6 pst. for perioden 1975–2009. Den lave aksjepremien i sistnevnte periode har blant annet sammenheng med den høye realavkastningen på statsobligasjoner i denne perioden. I siste tiårsperiode (1999–2009) har realisert aksjepremie faktisk vært negativ (minus 6,5 pst.), noe som reflekterer de store fallene på verdens børser som følge av dotcom-boblen og finanskrisen. I Japan har aksjepremien vært negativ over en enda lengre periode. Dette er en effekt av det kraftige fallet i japanske aktivapriser som startet i 1990.

I lys av disse historiske tallene for aksjepremien framstår departementets langsiktige forventningsverdi på 2,5 pst. som et realistisk anslag. Anslaget er tilpasset den realiserte aksjepremien i nyere tid. Anslaget er også konsistent med noen viktige forskningsresultater. Dimson, Marsh, Staunton og Wilmot (2009) anslår en forventet langsiktig aksjepremie i det globale aksjemarkedet på 3–3,5 pst. mot korte statspapirer, hvilket tilsvarer om lag 2–3 pst. mot lange statsobligasjoner (geometrisk gjennomsnitt). Ifølge disse forskerne er det hovedsakelig tre grunner til at den historiske aksjepremien har vært høyere enn dette: aksjeutbytte fra selskapene har vært høye historisk, det har vært uventet sterk vekst i verdensøkonomien etter Andre verdenskrig, og fallende avkastningskrav. En kan ikke forvente en gjentakelse av dette forløpet. Ibbotson og Chen (2003) estimerer en framtidig aksjepremie som er 1,25 prosentpoeng lavere enn det historiske gjennomsnittet. Arnott og Bernstein (2002) finner at en «normal» aksjepremie er i underkant av 2,5 pst. Noen anslag er imidlertid noe mer optimistiske. En spørreundersøkelse fra slutten av 2009 blant Chief Financial Officers i et stort antall amerikanske bedrifter viser at det i gjennomsnitt forventes en langsiktig (10-års) aksjepremie i det amerikanske aksjemarkedet på om lag 4,4 pst. over 10-års amerikanske statsobligasjoner.

Etter departementets syn framstår anslagene for forventet realavkastning på statsobligasjoner (2,5

pst.) og aksjepremie (2,5 pst.) på denne bakgrunn fortsatt som realistiske.

Forventet aksjevolatilitet har til nå vært 15 pst, jf. tabell 8.1. Denne forventningsverdien var i stor grad ment å reflektere historisk (realisert) volatilitet i aksjemarkedet, da dette anses som et godt utgangspunkt for å anslå framtidig volatilitet. Historisk volatilitet var da også 15,0 pst. ved utgangen av 2007, da anslaget ble utarbeidet, jf. tabell 8.3. Finanskrisen, som medførte store svingninger i aksjeavkastningen i 2008 og 2009, har imidlertid presset opp den historiske volatiliteten til 15,6 pst. ved utgangen av 2009. I lys av dette justerer departementet opp anslaget for framtidig aksjevolatilitet, til 16 pst.

En annen konsekvens av finanskrisen er at den historiske fordelingen av årlig aksjeavkastning har blitt litt skjev i retning lavere (real)avkastning (litt mer «negative skewness»). Selv om denne effekten ikke har veldig høy statistisk signifikans pga. få observasjoner, velger departementet nå å modellere en svak grad av negativ skjevhet når realavkastningen på aksjer simuleres i den stokastiske portefølje-modellen som brukes til å beregne den strategiske referanseindeksens realavkastning og risiko. Denne framgangsmåten antas å gi en mer realistisk beskrivelse av tapsrisikoen, som ofte blir undervurdert når en enkel normalfordeling, uten skjevhet, legges til grunn. Modelleringen av negativ skjevhet gjøres ved hjelp av stokastiske skift av avkastningsfordelingene.

Eiendomsinvesteringer forventes vanligvis å gi en langsiktig avkastning som ligger mellom statsobligasjoner og aksjer, og dette gjelder også for forventet volatilitet. Gitt at departementet legger til grunn en aksjepremie på 2,5 pst., er det mulige intervallet for «eiendomspremien» (forskjellen i realavkastning på en global eiendoms- og statsobligasjonsportefølje) smalt. Departementet har anslått denne premien til om lag ett prosentpoeng, hvilket gir en forventet realavkastning på 3,5 pst., jf. tabell 8.1. Anslaget for volatilitet (12 pst.) ligger i øvre del av intervallet mellom statsobligasjons- og aksjevolatilitet, og tar dermed høyde for at eiendomsinvesteringer til en viss grad kan være belånt. Historiske data gir i dette tilfellet ikke et godt sammenlikningsgrunnlag. Tilgjengelige data går bare et par tiår tilbake i tid, og reflekterer ikke den sanne tidsvariasjonen i avkastning. Anslagene for realavkastning og volatilitet til globale eiendomsinvesteringer er derfor beheftet med spesielt stor usikkerhet. Departementet finner ikke grunn til å endre anslagene.

Forventede korrelasjoner på lang sikt

Korrelasjonen mellom den årlige realavkastningen på aksjer og statsobligasjoner er anslått til 0,4, jf. tabell 8.2 i meldingen. Dette er et mål på samvariasjon, der en korrelasjon på 1 betyr at de årlige realav-

kastningene varierer i takt. Anslaget er nær den historiske korrelasjonen for perioden 1900–2009 på 0,36, for globalt diversifiserte porteføljer av aksjer og statsobligasjoner med landvekter om lag som i SPU (igjen ifølge datasettet fra Dimson, Marsh og Staunton). Den historiske korrelasjonen har imidlertid variert mye over tid. I nyere tid (1975–2009) har den i gjennomsnitt vært 0,08, hvilket vil si at realavkastningene har variert nesten uavhengig av hverandre. Denne lave korrelasjonen tilskrives gjerne den lave og stabile inflasjonen i den industrialiserte verden siden 1980-tallet. Når inflasjonen er stabil, får variasjoner i økonomisk vekst større betydning for korrelasjonen, som blir presset ned. Korrelasjonen går også ned når investorer «flykter» til sikre statsobligasjoner i turbulente tider. Ved å anta en korrelasjon på 0,4 har departementet tatt høyde for at korrelasjonen kan ta seg opp igjen av ulike grunner (for eksempel på grunn av større variasjon i inflasjonen), og svinge rundt det historiske gjennomsnittet siden 1900. Estimaten er konservativt, i den forstand at det ikke undervurderer risikoen i SPUs referanseindeks (høyere korrelasjon gir høyere porteføljevolatilitet).

Anslagene for korrelasjonene mellom eiendom og henholdsvis statsobligasjoner og aksjer er begrunnet i St. meld. nr. 16 (2007–2008). Departementet har ikke funnet grunn til å endre disse.

Konklusjonen av denne gjennomgangen av langsiktige forventninger er at de tidligere anslagene i tabell 8.1 videreføres, med følgende to unntak. For det første oppjusteres forventet volatilitet til den strategiske referanseindeksen for aksjer, fra 15 til 16 pst. For det andre antas en svak grad av negativ skjevhet i fordelingen av årlig realavkastning for denne aksjeindeksen, hvilket inkorporeres i simuleringsmodellen som benyttes til å beregne forventet realavkastning og risiko til SPUs strategiske referanseindeks.

De reviderte anslagene er oppsummert i tabell 8.4 i meldingen.

Forventet realavkastning på mellomlang sikt

Som påpekt tidligere, er de ubetingede forventningene ment å beskrive langsiktig trendavkastning som er konsistent med langsiktige fundamentale økonomiske størrelser. På kortere sikt kan det oppstå avvik fra trendene, for eksempel på grunn av tidsvarierende risikopremier eller ubalanser i finansmarkedene. Slike svingninger rundt en mer fundamental trendavkastning kalles gjerne «mean reversion». Avslutningsvis diskuteres derfor markedsforventningene for en mellomlang investeringshorisont (neste 10–20 år).

Realavkastningen på obligasjonsporteføljen vil avhenge av nominell rente i dag, framtidig rentebane og inflasjon. Dagens renter på amerikanske, europeiske og japanske statsobligasjoner er lave, noe som til dels skyldes finanskrisen. Realrenten på en stats-

obligasjonsportefølje med 3–5 års durasjon (som i SPU) er betydelig lavere enn 2,5 pst., som er departementets langsiktige anslag. Hvis en antar at realrentenivået holder seg like lavt de neste 10–15 år, vil forventet realavkastning på statsobligasjoner være vesentlig lavere på mellomlang sikt enn det langsiktige estimatet på 2,5 pst. Det virker imidlertid mer sannsynlig at rentenivået gradvis vil bevege seg tilbake til et høyere nivå. Et slikt forløp vil trekke opp den forventede realavkastningen på mellomlang sikt, da obligasjoner etter hvert reinvesteres til høyere realrente. Hvor mye forventningsverdien øker, avhenger av hvilke antakelser en gjør for rentebanen.

På mellomlang sikt kan også forventet realavkastning på aksjeporteføljen avvike fra den langsiktige forventningen på 5 pst. Både obligasjonsavkastningen og aksjepremien varierer over tid. Mange mener også at aksjemarkedet til tider er feilpriset, noe som kan påvirke framtidig avkastning. Det er likevel stor uenighet blant forskere om avkastningen i aksjemarkedene kan predikeres. Analyser av predikerbarhet er gjerne basert på en antakelse om en sammenheng mellom visse verdsettingsindikatorer og framtidig aksjeavkastning. Eksempler på slike indikatorer er det syklisk justerte pris-inntjeningsforholdet («cyclically adjusted price earnings ratio», CAPE), foreslått av Robert Shiller, og Tobins Q. Den første måler nivået på aksjemarkedet relativt til gjennomsnittlig inntjening per aksje over siste tiårsperiode (inflasjonsjustert). Den andre måler nivået på aksjemarkedet i forhold til gjenanskaffelsesverdien. Historisk har høy indikatorverdi i forhold til det historiske gjennomsnitt vist seg å være et svakt signal om lav avkastning på mellomlang sikt, og vice versa. Smithers viser at signalet fra Tobins Q har vært noe sterkere enn signalet fra CAPE. Denne sammenhengen kan forstås teoretisk ved hjelp av modeller for prisingen av framtidige utbyttestrømmer. I slike modeller kan en høy CAPE-verdi bety lav forventet aksjeavkastning og/eller høy forventet vekst i utbytte, og vice versa. Alternativt kan sammenhengen indikere feilprising av aksjemarkedet (i forhold til likevektsinntjeningen).

Ifølge Shillers egen beregning, var CAPE for det amerikanske aksjemarkedet 20,12 ved utgangen av 2009. Det historiske gjennomsnittet siden 1881 er 16,35 (igjen ifølge Shiller). Dette tolkes av mange som en indikasjon på overprising av det amerikanske aksjemarkedet (vel 20 pst.), og et svakt signal om unormalt lav realavkastning på mellomlang sikt.

Verdier for Tobins Q kan finnes i rapportene «Flow of Funds Accounts of the United States» som den amerikanske sentralbanken utgir kvartalsvis. Siste oppdatering, for tredje kvartal 2009, gir en verdi for Tobins Q på 0,91. Gjennom fjerde kvartal steg det amerikanske aksjemarkedet vel 5 pst. Gitt

denne oppgangen er det rimelig å anta at Tobins Q var svært nær 1 ved utgangen av 2009. Det historiske gjennomsnittet har imidlertid ligget godt under 1. Dette kan reflektere en tendens til å overestimere gjenanskaffelsesverdien i de offisielle data. Ifølge Smithers er det historiske gjennomsnittet 0,63. Dermed en legger dette snittet til grunn, signaliserer også Tobins Q overprising av det amerikanske aksjemarkedet.

Det er imidlertid knyttet stor usikkerhet til nytten av slike analyser, da utsagnskraften til de ulike verdsettingsindikatorerne er omdiskutert. Usikkerheten forsterkes av at dagens signaler for det amerikanske aksjemarkedet bare indikerer en moderat overprising. Tilsvarende analyser for andre aksjemarkeder ville være enda mer usikre, på grunn av begrenset tilgang på historiske data. Det foreligger derfor ikke sterke indikasjoner på at forventet aksjeavkastning på mellomlang sikt er vesentlig forskjellig fra departementets langsiktige anslag.

8.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

9. Forventningsdokumenter som redskap i eierskapsutøvelsen

9.1 Sammendrag

Norges Bank er formell eier av verdipapirene i SPU's portefølje og ansvarlig for å utøve eierrettighetene som følger med rollen som aksjonær i selskapene i porteføljen. Det overordnede formålet med eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle verdier gjennom å bidra til god selskapsstyring og ved å etterstrebe høye etiske, samfunnsmessige og miljømessige normer i selskapene. Norges Banks prinsipper for eierskapsutøvelse er basert på internasjonalt anerkjente retningslinjer; FNs Global Compact, OECDs prinsipper for selskapsstyring og OECDs prinsipper for multinasjonale selskaper.

Innenfor eierskapsutøvelsen har Norges Bank valgt ut seks strategiske satsingsområder:

- Likebehandling av aksjonærer
- Aksjonærenes rett til innflytelse og styrets ansvar overfor aksjonærene
- Velfungerende, legitime og effektive markeder
- Klimaendring
- Vannforvaltning
- Barns rettigheter

I valg av satsingsområder har Norges Bank blant annet lagt vekt på at områdene skal være relevante for investorer generelt og SPU's portefølje spesielt; de skal være egnet for dialog med selskaper og/eller

regulerende myndigheter, og gi mulighet for reelt gjennomslag. De skal kunne forsvares finansielt, siden Norges Bank handler i egenskap av investor.

Norges Bank har flere virkemidler til rådighet i eierskapsutøvelsen, blant annet stemmegivning ved generalforsamlinger, aksjonærforslag, dialog med selskaper, rettslige skritt, kontakt med regulerende myndigheter og samarbeid med andre investorer. Norges Bank har de senere år utformet og publisert såkalte forventningsdokumenter som brukes som verktøy i dette arbeidet.

Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

9.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

10. Internasjonal utvikling på området ansvarlige investeringer

10.1 Sammen drag

Begrepet «ansvarlig investeringspraksis» har begynt å feste seg som et anerkjent og anvendt begrep i kapitalforvaltningsmiljøet globalt. Det springer historisk sett ut av ideen om at næringslivet har et etisk og samfunnsmessig ansvar som strekker seg utover pålegg om å følge lover og regler.

Samtidig har debatten om hva som er ansvarlig investeringspraksis etter hvert beveget seg tilbake til det som er kapitalforvaltningens kjerne: å forvalte kapital med sikte på høyest mulig finansiell avkastning gitt en akseptabel risiko, i tråd med eierne interesser. Det har skjedd en utvikling bort fra et rent filantropisk eller etisk ståsted til større oppmerksomhet om egeninteresse. Ut fra et perspektiv om å sikre langsiktig avkastning på kapitalverdier vil mange investorer anse følgende spørsmål som relevante: Hva sikrer selskapenes verdier på sikt? Hvilke risikofaktorer må en bredt diversifisert, langsiktig investor ta hensyn til? Er det tilstrekkelig sammenfall i interesser mellom eierne og forvalterne av kapitalen? Bør selskaper vise at de tar tilbørlig hensyn til miljømessige og sosiale faktorer for at investorer skal ha tillit til at de skaper varige verdier?

Det er grunn til å tro at finanskrisen har brakt slike spørsmål høyere på dagsorden. Når finansmarkedene ikke fungerer tilfredsstillende, medfører dette kostnader og skaper usikkerhet rundt prising av verdipapirer. Spørsmål om god selskapsstyring, herunder grunnleggende forhold som likebehandling av aksjonærer og åpenhet om avlønningssystemer og incentivstrukturer som bidrar til større sammenfall med eierne langsiktige interesser, anses nå viktigere enn noen gang. Institusjonelle investorer ble gjen-

stand for kritikk i etterkant av finanskrisen. «The Walker Review» framhever svikt i eierskapsutøvelsen i britiske banker og andre finansinstitusjoner, og at eierne hadde unnlatt å følge opp sine langsiktige, finansielle interesser. Rapporten peker bl.a. på det gjensidige pliktforholdet mellom større institusjonelle aksjonærer og styrene i selskapene disse investerer i:

«The potentially highly influential position of significant holders of stock in listed companies is a major ingredient in the market-based capitalist system which needs to earn and to be accorded an at least implicit social legitimacy. As counterpart to the obligation of the board to the shareholders, this implicit legitimacy can be acquired by at least the larger fund manager through assumption of a reciprocal obligation involving attentiveness to the performance of investee companies over a long as well as a short-term horizon. On this view, those who have significant rights of ownership and enjoy the very material advantage of limited liability should see these as complemented by a duty of stewardship.»

Mange investorer viser også økende interesse for spørsmål knyttet til miljø og håndteringen av effektene av klimaforandringer. Hvorvidt og i hvor stor grad man klarer å begrense disse forandringene vil ha stor betydning ikke bare for den globale økonomien, men potensielt også for finansmarkedene og prisingen av selskaper. Det er helt nødvendig med nasjonale og internasjonale regimer for å begrense klimagassutslipp, som prisings- eller kvotemekanismer og teknologiutvikling, for å minske eller fjerne klimatrusselen. Investorer legger derfor press på myndigheter for å få på plass klare rammer for utslippsreduksjoner.

To år på rad har en stor gruppe investorer oppfordret statsledere og klimaforhandlere til å få på plass en framtidig klimaavtale som er sterk og bindende. Det siste oppropet, fremmet i september 2009, var undertegnet av 181 investorer som til sammen forvalter mer enn USD 13 000 mrd. Også nasjonalt øver investorer press. Nylig har den amerikanske Securities and Exchange Commission (SEC) kommet med nye retningslinjer for miljørapportering fra børsregistrerte selskaper, bl.a. etter påtrykk fra en amerikansk gruppe institusjonelle investorer, herunder Environmental Defense Fund og investorer ledet av investor-kollisjonen Ceres. Retningslinjene vil sikre mer enhetlig rapportering om potensielle effekter klimautviklingen kan ha på et selskaps verdiutvikling.

Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

10.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

11. Fondet som universell eier

11.1 Sammendrag

En universell eier (UE) er definert som en eier med investeringer spredt på et stort antall selskaper i mange bransjer og land. En UE eier på denne måten indirekte en andel av verdens produksjonskapasitet. En UE vil også ofte ha svært lang investeringshorisont. På grunn av sin størrelse, langsiktighet og brede, samfunnsmessige forankring faller SPU inn under UE-kategorien.

For en UE er det den generelle, økonomiske utviklingen som på lang sikt bestemmer verdiutviklingen på eiendelene, i større grad enn forhold knyttet til enkeltelskaper eller sektorer.

Dette er i motsetning til mindre diversifiserte eiere, som kanskje har store eierposter i noen få selskaper, eller har spesialisert seg innenfor en sektor. Gjessing og Syse (2007) ser spesifikt på SPU og UE-hypotesen og skriver at: «(...) fondets langsiktige finansielle interesse ligger i de globale markeders evne til å produsere økonomisk vekst, og i fungerende verdipapirmarkeder». En universell eier har derfor en egeninteresse av å arbeide for velfungerende, legitime markeder og reduserte negative effekter på miljø og samfunn.

Universelle eiere har på denne bakgrunn utviklet stadig mer omfattende strategier knyttet til den praktiske gjennomføringen av bærekraftige og ansvarlige investeringer, og integrering av såkalte ESG²-faktorer i forvaltningen.

Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

11.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

12. Internasjonale rapporteringsstandards

12.1 Sammendrag

Det vises til meldingen for omtale av Global Investment Performance Standards (GIPS) og av Internasjonale standarder for finansiell rapportering (IFRS).

12.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

13. SPU sammenliknet med andre store fond

13.1 Sammendrag

Globalt finnes det mange store kapitaleiere, fond og forvaltere. SPU er gjennom 12 år vokst til å bli et av verdens største statlige investeringsfond, og er

også blant verdens største fond totalt sett. Figur 13.1 viser SPU's størrelse sammenliknet med et utvalg av andre store pensjons- og investeringsfond og kapitalforvaltere.

Regjeringen har høye ambisjoner for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Dette gjør det naturlig å sammenlikne forvaltningen av SPU med andre store fond internasjonalt. Finansdepartementet får derfor årlig utarbeidet rapporter fra CEM Benchmarking Inc. (CEM) og WM Performance Services (WM). Rapporten fra CEM sammenlikner SPU's aktivaallokering, avkastning, differanseavkastning og forvaltningskostnader med store pensjonsfond, mens rapporten fra WM sammenlikner differanseavkastningen med pensjonsfond, livselskaper og statlige investeringsfond.

CEM har utarbeidet en sammenlikningsgruppe som består av de største fondene i CEM-undersøkelsen (10 amerikanske, 3 kanadiske og 3 europeiske fond). Sammenlikningsgruppens medianstørrelse var i 2008 660 mrd. kroner, mens SPU's gjennomsnittlige markedsverdi i 2008 var 2 063 mrd. kroner. Datagrunnlaget er basert på egenrapportering fra fondene som kjøper tjenester fra CEM. I rapporten fra WM vises resultatene for alle fondene i deres datagrunnlag og for de 15 og 50 største fondene. Alle WM-fondene hadde i 2009 en gjennomsnittlig markedsverdi på 18 mrd. kroner mens de 15 største fondenes gjennomsnittlige markedsverdi var på 410 mrd. kroner. Til sammenlikning var SPU's markedsverdi, regnet som månedlig gjennomsnitt, på 2 365 mrd. kroner i 2009.

Datagrunnlaget til WM er forskjellig fra CEM. CEM har et større datagrunnlag fra fond i hele verden, men dekker ikke fond i Storbritannia. Storbritannia utgjør en stor del av fondene i datagrunnlaget til WM.

CEM-rapporten ferdigstilles i 2. halvår hvert år. Den siste publiserte rapporten inneholder derfor bare data fram til og med 2008. Rapporten fra WM ferdigstilles i første kvartal, slik at den siste rapporten inneholder data for 2009. Rapportene er publisert på Finansdepartementets nettsider (www.regjeringen.no/spf).

Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

13.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

14. Systematiske risikofaktorer i den aktive forvaltningen i SPU 1998–2009

14.1 Sammendrag

SPU forvaltes av Norges Bank etter retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet. Finansdepartemen-

tet har gitt Norges Bank en referanseindeks som består av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. Videre er indeksen delt på regioner, land, sektorer og enkelt-selskaper. Departementet har gitt Norges Bank en ramme for hvor store avvik som tillates mellom referanseindeksen og fondets faktiske investeringer. Slike avvik kalles aktiv forvaltning.

I den grad den faktiske porteføljen avviker fra referanseindeksen, vil det også være en avkastningsforskjell mellom disse to. Rammen for aktiv forvaltning er satt som et mål for hvor mye denne differanseavkastningen kan forventes å variere, såkalt forventet relativ volatilitet. Under visse statistiske forutsetninger, og gitt at Norges Bank utnytter rammen fullt ut, betyr dagens ramme for forventet relativ volatilitet på 1,5 pst. at differanseavkastningen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen i to av tre år vil være mindre enn 1,5 prosentpoeng.

De tre professorene Andrew Ang fra Columbia Business School, William N. Goetzmann fra Yale School of Management og Stephen M. Schaefer fra London Business School har analysert resultatene av den aktive forvaltningen i SPU i perioden fra januar 1998 til september 2009. I denne temaartikkelen blir de viktigste resultatene i denne analysen presentert.

14.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

15. Forslag fra mindretall

Forslag fra Fremskrittspartiet, Kristelig Folkeparti og Venstre:

Forslag 1

Stortinget ber regjeringen fremme forslag om å opprette et investeringsfond med formål å investere i bærekraftige bedrifter og prosjekter i fattige land og fremvoksende markeder, med en målsetting om samlet investeringsramme på minimum 10 mrd. kroner.

Forslag fra Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre:

Forslag 2

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

Forslag fra Fremskrittspartiet og Kristelig Folkeparti:

Forslag 3

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

Forslag fra Fremskrittspartiet:

Forslag 4

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

Forslag 5

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

Forslag 6

Stortinget ber regjeringen, i forbindelse med neste evaluering av Statens pensjonsfond utland, også foreta en utredning av alternative måter å organisere fondet på, herunder å skille ut forvaltningen av SPU fra Norges Bank.

Forslag 7

Stortinget ber regjeringen legge frem en sak der SPU splittes i to ved at 95 pst. blir forvaltet iht. passiv indeksstrategi og at de resterende 5 pst. blir forvaltet iht. aktiv forvaltningsstrategi. Den delen som forvaltes aktiv (5 pst.) iht. dagens praksis, mens den andre delen av fondet (95 pst.) splittes opp i to ulike indeksfond. Ett blir underlagt NBIM, mens det andre blir lagt ut på anbud. I takt med at SPUs eiendomsportefølje bygges opp til å utgjøre 5 pst. av fondet, reduseres delen som indeksforvaltes fra 95 pst. til 90 pst.

Forslag 8

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

16. Komiteens tilråding

Komiteen viser til meldingen og til sine merknader og rå Stortinget til å gjøre følgende

v e d t a k :

Meld. St. 10 (2009–2010) – forvaltning av Statens pensjonsfond i 2009 – vedlegges protokollen.

Oslo, i finanskomiteen, den 15. juni 2010

Torgeir Micaelsen

leder

Irene Johansen

ordfører

Vedlegg**Brev fra Finansdepartementet v/statsråden til finanskomiteen, datert 4. mai 2010****Meld. St. 10 (2009-2010). Trykkfeil**

I forbindelse med komiteens behandling av Meld. St. 10 (2009-2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 ønsker jeg å gjøre oppmerksom på følgende trykkfeil.

Kap. 1, side 10:

I figur 1.1 er overskriften:

”Realavkastningen av SPU under kriseperioder”

Overskriften skal være:

”Akkumulert realavkastning av SPU under kriseperioder”

Kap. 2, s. 24:

I andre strekpunkt står det:

”- En annen svakhet ved obligasjonsindeksen er at obligasjonene i indeksen tilordnes vektor basert på utestående volum, i motsetning til aksjeindeksen der hvert aksjeselskap tilordnes en vekt basert på markedsverdien av aksjene i selskapet. Dette innebærer

at obligasjonsutstedere med relativt mye gjeld tilordnes en høy vekt i indeksen, og at en passiv forvalter automatisk ender opp med å låne mye til utstedere med høy gjeldsgrad.”

Det skal stå:

”- En annen svakhet ved obligasjonsindeksen er at obligasjonene i indeksen tilordnes markedsvektor basert på utestående volum. Dette innebærer at obligasjonsutstedere med relativt mye gjeld tilordnes en høy vekt i indeksen, og at en passiv forvalter automatisk ender opp med å låne mye til utstedere med høy gjeldsgrad.”

Denne endringen påvirker ikke resonnementet i teksten knyttet til svakheter ved dagens referanseindeks for obligasjoner. Etter endringen er omtalen konsistent med omtalen på side 20, der det står:

”Sammensetningen av referanseindeksen både for aksjer og obligasjoner bygger på markedsverdier innenfor hver geografiske region.”

