



# Innst. 436 S

(2010–2011)

## Innstilling til Stortinget fra finanskomiteen

Meld. St. 15 (2010–2011)

### Innstilling fra finanskomiteen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010

Til Stortinget

#### 1. Innledning

##### 1.1 Sammendrag

Meldingen omhandler resultater og vurderinger knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010. Samtidig legges det fram vurderinger av investeringsstrategien for fondet framover og det gjøres rede for arbeidet med å videreutvikle rammeverket for forvaltningen.

Fondet hadde et godt resultat i 2010. Avkastningen i Statens pensjonsfond utland (SPU) var nesten 10 pst. og i Statens pensjonsfond Norge (SPN) drøyt 15 pst. Dette kommer i tillegg til svært gode resultater i 2009 og innebærer at de store verdifallene under finanskrisen er mer enn oppveid av gevinstene i oppgangsperioden som fulgte. Det var også gode resultater i den aktive forvaltningen både i SPU og SPN.

Finanskrisen i 2008 ga et verdifall som var stort i historisk sammenheng, men gjeninnhenting i ettertid har også vært uvanlig sterk og rask. Hvis en ser perioden 2008–2010 under ett, har fondet hatt en samlet avkastning tilsvarende mer enn 260 mrd. kroner. Dersom en hadde redusert risikoen i fondet i 2008 eller 2009, ville gjeninnhenting i oppgangsperioden etter finanskrisen ikke vært like sterk. Det er fortsatt stor usikkerhet om den videre utviklingen i finansmarkedene, og vi må være forberedt på nye perioder med uro.

Erfaringene fra finanskrisen understreker behovet for en bred forankring av viktige sider ved forvaltningen av Statens pensjonsfond. En slik forank-

ring er en forutsetning for en langsiktig og trygg forvaltning. Det er viktig at en evner å stå fast ved en langsiktig strategi, særlig når det er uro i markedene.

I denne meldingen er det derfor lagt vekt på å gjøre rede for grunnlaget for fondets investeringsstrategi og å trekke opp perspektiver for videreutvikling av strategien framover. Utgangspunktet for arbeidet med strategien vil fortsatt være å søke høyest mulig internasjonal kjøpekraft innenfor moderat risiko.

Pensjonsfondet forvaltes på vegne av den norske befolkningen. Etske fellesverdier må danne grunnlaget for en ansvarlig forvaltning av fondet. Det er en grunnleggende forpliktelse å skape langsiktig god avkastning som framtidige generasjoner kan dra nytte av. God finansiell avkastning over tid er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, og av at finansmarkedene er velfungerende. I denne meldingen gjøres det rede for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, herunder uttreksmekanismen, eierskapsutøvelse og arbeidet med miljørelaterte investeringer.

Investeringsstrategien må bygge på oppfatninger om hvordan markedene fondet investerer i fungerer og hvilke særtrekk fondet har som investor. I så måte er det klare forskjeller mellom de to delene av fondet; SPN er en relativt stor investor i et lite kapitalmarked, mens SPU relativt sett er en mindre investor i store, internasjonale markeder. I kapitlene 2 og 3 i meldingen er arbeidet med investeringsstrategien for henholdsvis SPU og SPN utdypet nærmere.

#### *Noen perspektiver for SPU mot 2020*

SPU ligger an til å vokse betydelig i årene som kommer. Fram mot 2020 legges det til grunn at fondet kan bli om lag dobbelt så stort som i dag. Samtidig er investeringsstrategien i gradvis endring. En

portefølje av eiendomsinvesteringer er i ferd med å bli bygget opp. Med en ramme på 5 pst. av fondet kan denne porteføljen alene utgjøre anslagsvis 300 mrd. kroner ved slutten av dette tiåret.

Fondets sterke vekst og store størrelse vil i seg selv være et viktig utgangspunkt for videreutviklingen av forvaltningen. Størrelse kan være et fortrinn i mange sammenhenger. Blant annet gjør stordriftsfordeler i kapitalforvaltning at fondet kan holde et lavt kostnadsnivå sammenliknet med andre investorer. Det kan gi fondet lønnsomhet i investeringer som ikke er lønnsomme for andre. Disse kostnadsfortrinnene er særlig viktige for investeringer der forvaltningskostnadene generelt er høye, for eksempel i markedene for unoterte investeringer.

Samtidig vil det nettopp for denne typen investeringer være begrensninger på hvor mye SPU kan investere på en forsvarlig måte. Mange av disse markedene er for små til at fondet kan bygge opp investeringer i et omfang som er stort nok til å påvirke fondets samlede avkastning og risiko i særlig grad. Gevinstene ved å bygge opp flere nye investeringsområder – som hver for seg vil være relativt små – må derfor veies opp mot den kostnaden økt kompleksitet i forvaltningen innebærer i form av økte krav til styringssystemer og oppfølging.

I kapittel 2.3 i meldingen er det en drøfting av om SPU bør investeres i unoterte aksjer og infrastruktur. Både sammenlikninger med andre fond og SPUs lange tidshorisont og størrelse gjør det naturlig å vurdere slike investeringer i fondet.

Unoterte investeringer er krevende og skiller seg på mange områder fra investeringer i noterte aksjer og obligasjoner. Samtidig er forvaltningskostnadene høye. Finansdepartementet og Norges Bank er nå i ferd med å opparbeide seg kompetanse fra investeringer i det største og mest utviklede unoterte markedet, markedet for fast eiendom. Ønsket om først å bygge erfaring fra ett unotert marked, kombinert med at det er betydelig usikkerhet knyttet til hvilken avkastning man kan få fra slike investeringer når man tar hensyn til risikoen og kostnadene ved dem, gjør at det ikke er naturlig å åpne for slike investeringer nå. Men det er likevel naturlig å komme tilbake til dette spørsmålet senere, gitt de perspektivene for videreutvikling av strategien for SPU som trekkes opp i denne meldingen.

En annen side ved fondets størrelse er at det blir enda viktigere å kunne holde fast ved strategien over tid. Fondet er så stort at det er vanskelig å foreta betydelige endringer i investeringene på kort sikt. Strategien må derfor være robust i møte med skiftende markedsforhold.

Videre drøftes den geografiske fordelingen av SPUs investeringer. Fondet er i dag fordelt med faste vekt på tre regioner: Europa, Amerika/Afrika og

Asia/Oseania. Mer enn halvparten av kapitalen i fondet er investert i Europa.

Ettersom vi tradisjonelt har kjøpt mest varer og tjenester fra Europa, har det vært naturlig å legge til grunn at vi beskytter kjøpekraften til fondet mot valutakurssvingninger ved også å investere betydelig i europeiske verdipapirmarkeder.

Gjennomgangen i kapittel 2.4 i meldingen tyder på at valutarisikoen i SPU er relativt liten og mindre enn tidligere antatt. Da synes det ikke lenger å være grunnlag for en så vidt sterk konsentrasjon av investeringene i Europa som fondet har i dag. Fondets investeringer i framvoksende økonomier har økt betydelig de siste årene. Verdens økonomiske tyngdepunkt flyttes gradvis, og ikke minst framvoksende økonomier vil framover trolig utgjøre en økende del av både verdens produksjon og verdipapirmarkeder. Over tid er det naturlig at dette også reflekteres i fondets investeringer.

Selv om SPU ligger an til å vokse betydelig de kommende årene, vil de løpende tilførslene til fondet etter hvert avta. Rundt 2020 ligger det an til at de årlige uttakene fra fondet for å dekke det oljekorrigerede budsjettunderskuddet på statsbudsjettet vil bli større enn tilførselen av nye midler til fondet. Fondet vil fortsatt vokse fordi avkastningen på kapitalen ligger an til å være høyere enn netto uttak fra fondet. Risikoen for at det over korte tidsrom vil være nødvendig med netto uttak som er store som andel av fondets kapital, vil fortsatt være begrenset. Fondet vil fortsatt ha stor evne til å bære risiko. Men mindre tilførsler kan likevel gjøre investeringer med høy direkteavkastning i form av rentebetalinger, utbytte eller leieinntekter mer attraktive enn før.

Fondet er allerede en betydelig eier i verdens aksjemarked. I gjennomsnitt eier SPU rundt 1 pst. av alle børsnoterte aksjer i verden. I mange selskaper er eierskapet spredt på svært mange enkelteiere. Selv eierandeler rundt 1 pst. kan derfor gjøre at fondet er blant de største enkelteierne i mange selskaper. Framskrivninger av fondet fram mot 2020 gir grunn til å tro at fondets eierandeler vil øke ytterligere. Dette endrer imidlertid ikke fondets rolle som finansiell investor. Hvorvidt en investering er strategisk eller finansiell avhenger av hvilket mål en investor har for sine investeringer og hvordan investoren gjennom sine handlinger utnytter sin innflytelse. SPU er en finansiell eier med et klart siktemål om å oppnå en høyest mulig avkastning over tid innenfor moderat risiko.

Det kan ikke uten videre legges til grunn at ledelsen i selskapene fondet investerer i alltid vil ha interesser som sammenfaller med fondets interesser som eier. Det kan heller ikke uten videre legges til grunn at store eiere i enkeltselskaper vil opptre på en måte som ivaretar fondets interesser som minoritetseier.

En aktiv eierskapsutøvelse er derfor en nødvendig del av arbeidet med å ivareta fondets økonomiske interesser. Forvaltningen kan ikke bygge på at dette viktige arbeidet blir tilstrekkelig ivaretatt av andre eiere.

Investeringsstrategien for SPU er blitt utviklet gradvis over flere år. Det er lagt vekt på å utnytte fondets særtrekk og risikobærende evne. Gjennom beslutningene om aksjeandel og andre deler av strategien er risikoen i fondet i stor grad bestemt. Nå er det naturlig å se på om strategien kan videreutvikles for å gi et enda bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko innenfor et risikonivå som fortsatt skal være moderat. I denne meldingen er det en særskilt gjennomgang av fondets investeringer i obligasjoner. Formålet med denne gjennomgangen har vært å identifisere relevante risikofaktorer for denne delen av fondets investeringer og å vurdere alternative måter å forvalte denne porteføljen på som bedre utnytter fondets særtrekk. Dette er utdypet i kapittel 2.5 i meldingen.

#### ***Det skal tas risiko i forvaltningen av fondet ...***

Analysen av ulike typer risiko er en sentral del av årets melding. Formålet med disse analysene er å forstå risikoen knyttet til ulike investeringer slik at vi bedre kan spre risikoen knyttet til investeringene og utnytte fondets særtrekk innenfor en langsiktig og trygg forvaltning.

Det valget som i størst grad bestemmer fondets samlede risiko over tid er valget av aksjeandel. Aksjeandelen er valgt på bakgrunn av at fondet har en risikobærende evne og vilje til å akseptere betydelige svingninger i fondets resultater fra år til år. Sammen med økningen av fondets aksjeandel har beslutningen om å investere i fast eiendom bidratt til at en mindre andel av porteføljen investeres i nominelle rentepapirer, som erfaringsmessig er sårbare overfor uventet høy inflasjon. Sammenliknet med andre fond har SPU likevel fortsatt en større andel av kapitalen investert i nominelle renteinvesteringer og en lavere andel investert i andre aktiva enn aksjer og obligasjoner.

Siktemålet med investeringene i SPU er å oppnå en høyest mulig internasjonal kjøpekraft for fondets kapital over tid, innenfor rammen av en moderat risiko. Det er ikke et mål for forvaltningen å unngå risiko. Tvert imot bidrar risikotaking til avkastning over tid. Statens pensjonsfond har stor evne til å tåle svingninger i fondets avkastning fra år til år. Investeringsstrategien sikter derfor ikke mot at verdisvingningene blir minst mulige på kort sikt. En strategi som utelukkende hadde dette som formål ville gitt vesentlig lavere forventet avkastning over tid.

En særskilt kategori risiko er såkalt operasjonell risiko. Dette er risiko som ikke er knyttet til markeds-

bevegelser, men til feil eller andre uønskede hendelser i selve gjennomføringen av forvaltningen. Slik risiko gir ikke betalt i form av høyere forventet avkastning, men det vil ofte være kostnader forbundet med å redusere den. Utgangspunktet for forvaltningen er at denne typen risiko skal være lav. I arbeidet med operasjonell risiko må likevel forventede kostnader ved uønskede hendelser veies opp mot kostnadene ved å unngå dem. Det er ikke et rimelig eller hensiktsmessig mål at uønskede hendelser skal unngås for enhver pris. Arbeidet med operasjonell risiko er nærmere omtalt i meldingens kapittel 4.2.

#### ***... men risikoen må styres ...***

Omtalen ovenfor viser at risikoen i forvaltningen ikke kan oppsummeres i ett tall. Det gjelder både risikoen i den referanseindeksen departementet har fastsatt og risikoen i de avvikene fra denne indeksen Norges Bank og Folketrygdfondet foretar for å øke fondets avkastning (aktiv forvaltning).

Noen former for risiko er relativt enkle å observere, måle og styre. Risikoen i den aktive aksjeforvaltningen er et eksempel på det. Andre former for risiko er vanskeligere å observere under normale markedsforhold, men kan gi desto større utslag for eksempel under finansielle kriser. Enkelte risikotyper knyttet til obligasjonsmarkedet ga slike utslag under finanskrise.

Med virkning fra 1. januar i år fastsatte departementet nye mandater for Norges Banks og Folketrygdfondets forvaltning av SPU og SPN. En av lærdommene fra finanskrise var viktigheten av å identifisere, styre og rapportere flere typer risiko. De nye mandatene inneholder blant annet bestemmelser om supplerende risikorammer for å ivareta dette hensynet. Mandatene gjennomgås i kapittel 5 i meldingen.

#### ***... og kommuniseres på en god måte***

Utgangspunktet for investeringsvirksomhet er å vurdere risiko mot forventet avkastning. Man kan med utgangspunkt i finanst teori og historiske erfaringer etablere sannsynlige sammenhenger mellom risiko og forventet avkastning. Men det finnes ikke en fasit på hva som er et «riktig» risikonivå for fondet. Beslutninger som har stor betydning for samlet risiko i fondet må tas etter en samlet avveining, der også eiernes risikotoleranse er viktig. Eierne av Statens pensjonsfond er det det norske folk, representert ved Stortinget.

Som grunnlag for en slik avveining er det sentralt at risikoen i forvaltningen kommuniseres best mulig. Bare da kan risikoen i forvaltningen forankres på en måte som gjør at man kan holde fast ved strategien også i perioder med markedsuro. Analysene i denne meldingen, sammen med den løpende rapporteringen fra Norges Bank og Folketrygdfondet, er ment som et

bidrag til en slik forankring. Det er videre lagt vekt på et bredt tilfang av uavhengige eksterne råd og vurderinger som bakgrunn for videreutvikling av forvaltningen. I de nye mandatene for forvaltningen av SPU og SPN er det tatt inn omfattende bestemmelser om offentlig rapportering, og nye regnskapsstandarder for Norges Bank (IFRS) innebærer også økt rapportering om ulike former for risiko.

### **Styring og delegering**

Analysene av risiko og forventet avkastning danner utgangspunktet for investeringsstrategien for Statens pensjonsfond. Samtidig er det avgjørende at det er etablert en styringsstruktur for forvaltningen som gjør det mulig å gjennomføre strategien på en god måte.

Styringsstrukturen må på den ene siden sørge for at viktige beslutninger om risiko i forvaltningen er forankret hos fondets eiere, representert ved Stortinget. På den annen side må det være tilstrekkelig delegering av fullmakter til at løpende beslutninger i den operative forvaltningen tas nær markedene fondet investeres i. Denne avveilingen er søkt ivarettatt ved at beslutninger som har vesentlig betydning for risikonivået i fondet legges fram for Stortinget før de gjennomføres, samtidig som reguleringen av fondet i form av mandater fra departementet til henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet er mest mulig prinsippbasert og rammepreget.

Det er vesentlig at det er en klar rolle- og ansvarsdeling mellom alle styringsnivåer i forvaltningen, fra Stortinget helt ned til den enkelte forvalter. Bare da kan de enkelte nivåene i forvaltningen ansvarliggjøres. Det er også viktig med gode kontroll- og tilsynsorganer på alle nivåer, og at arbeidsdelingen mellom disse organene er klar. Stortinget har gjennom behandlingen av Dokument 1 (2010–2011) og Dokument 3:2 (2010–2011) presisert arbeidsdelingen mellom de to stortingsoppnevnte tilsynsorganene som har roller i oppfølgingen av SPU, Riksrevisjonen og Norges Banks representantskap, jf. Innst. 138 S (2010–2011) og Innst. 246 S (2010–2011). Dette vil styrke rammeverket for forvaltningen ytterligere.

Over tid bør det være en vekselvirkning mellom styringssystemet og investeringsstrategien for fondet. Investeringsstrategien må ta hensyn til de institusjonelle særtrekk forvaltningen har. Behovet for forankring av viktige sider av forvaltningen i politiske organer betyr for eksempel at det er vanskelig å legge opp til investeringsstrategier som baserer seg på å ta hyppige og tidskritiske beslutninger med stor betydning for det samlede risikonivået i fondet. På den annen side må også styringssystemet kunne tilpasses nye investeringsformer som søker å utnytte særtrekk ved fondet, for å bedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko. Et eksempel på det er de nye bestem-

melsene om eiendomsinvesteringer i SPU. For slike investeringer gir det ikke mening å skille mellom aktiv og passiv forvaltning, og beslutningene om investeringer må i større grad delegeres til forvalteren.

### **Oppsummering**

Erfaringene med forvaltningen av Statens pensjonsfond har etter departementets syn så langt vært svært gode. Fondskonstruksjonen er en viktig del av rammeverket for den økonomiske politikken, og oppbyggingen av SPU har vært et vesentlig bidrag til en stabil økonomisk utvikling. Investeringsstrategien har vist seg å være robust gjennom perioder med betydelig uro i finansmarkedene.

Departementet er godt tilfreds med resultatene som er oppnådd i 2010, både for fondet som helhet og i den aktive forvaltningen. Styringssystemet er gradvis styrket. Revisjons- og tilsynsordningene er bygget ut. I år legger Representantskapet for Norges Bank for første gang fram en egen redegjørelse direkte til Stortinget om tilsynet med virksomheten i Norges Bank. Det vil ytterligere styrke Stortingets muligheter til å følge opp forvaltningen. Videre har departementet fastsatt nye mandater for forvaltningen med vekt på supplerende risikorammer og utvidet rapportering.

Fondet har en robust investeringsstrategi med bred oppslutning og et styrket rammeverk for forvaltningen. Dette gir et godt utgangspunkt for å vurdere hvordan Statens pensjonsfond bør forvaltes noen år fram i tid. Analysene og vurderingene i denne meldingen og de eksterne rådene som presenteres er grunnlag for en slik vurdering.

### **1.2 Komiteens merknader**

Komiteen, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Thomas Breen, Gunvor Eldegard, Irene Johansen, Gerd Janne Kristoffersen, lederen Torgeir Micaelsen, Dag Ole Teigen og Laila Thorsen, 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 at det 20. mai 2011 ble gjennomført åpen høring om den foreliggende melding, samt høring i samme sak med finansminister Sigbjørn Johnsen, sentralbanksjef Øystein Olsen, direktør for Norges Bank Investment Management (NBIM) Yngve

Slyngstad, styreleder i Folketrygdfondet Erik Keiserud og direktør i Folketrygdfondet Olaug Svarva.

Komiteen viser til Meld. St. 15 (2010–2011) og tar rapporteringen om forvaltningen av Statens pensjonsfond til orientering. Komiteen er tilfreds med at Stortinget fra 2007 har fått en årlig melding om forvaltningen av fondet, og at Norges Bank i fjor fikk et nytt forvaltningsmandat. Dette nye regelverket som nå er forenklet og lettere tilgjengelig, vil bidra til større åpenhet omkring viktige rammer rundt forvaltningen. Komiteen setter pris på en slik utvikling og understreker viktigheten at Norges Bank og Finansdepartementet også i tiden fremover skal ha fokus på videreutvikling av ulike måter å informere om fondets disponeringer, slik at det størst mulig åpenhet rundt forvaltningen av Statens pensjonsfond.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, viser til at det er bred enighet om den overordnede langsiktige strategien og målsettingen for fondet. Erfaringene fra finanskrisen viser at det er viktig å holde fast ved fondets langsiktige investeringsstrategi, særlig i turbulente tider.

Flertallet påpeker at Statens pensjonsfond utland skal forvaltes slik at formuen skaper en langsiktig god avkastning som framtidige generasjoner kan dra nytte av. Dette er avhengig av at man oppnår en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand samt av velfungerende, legitime og effektive markeder. Utvinningstempo, råvarepriser og den fortløpende bruken av statens inntekter fra olje- og gassektoren bestemmer tilførselen til fondet. Veksten i fondet avhenger av både årlig tilførsel og oppnådd avkastning i de finansielle markedene. Både prisutviklingen på olje og gass, som norske myndigheter i begrenset grad påvirker direkte, samt økt utvinningstempo, som er resultat av bevisste politisk valg over tid, påvirker statens årlige inntekter fra olje- og gassektoren på den norske sokkelen. Det skal bygges videre på gjeldende retningslinjer for å styrke fondet som en ansvarlig investor. Det siktes mot beste internasjonale praksis i alle deler av forvaltningen. Regjeringens opplegg for å styrke kontroll- og tilsynsapparat følges opp og fondet skal være i front for å utvikle beste praksis på området for ansvarlige investeringer.

Flertallet viser til at avkastningen i Statens pensjonsfond utland (SPU) var nesten 10 pst. og i Statens pensjonsfond Norge (SPN) drøyt 15 pst. i 2010. Dette kommer i tillegg til svært gode resultater i 2009 og innebærer at de store verdifallene under finanskrisen er mer enn oppveid av gevinstene i oppgangsperioden som fulgte. SPU passerte i oktober 2010 for første gang 3 000 mrd. kroner i markedsverdi.

Flertallet merker seg at det antas at gjeninnhentingen i oppgangsperioden etter finanskrisen ikke ville vært like sterk dersom en hadde redusert risikoen i fondet i 2008 eller 2009. Fondets størrelse og langsiktige strategi gir en viktig fordel gjennom dets evne til å bære risiko.

Et annet flertall, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Sosialistisk Venstreparti og Senterpartiet, har merket seg den raske opptrappingen av programmet for miljørelaterte investeringer fra 7,3 mrd. kroner til 25,7 mrd. kroner, med samme avkastningskrav som fondet for øvrig. Dette flertallet er glade for denne demonstrasjonen av et betydelig potensial for lønnsomme investeringer innenfor dette området.

Dette flertallet har forståelse for vanskelighetene med presis rapportering på miljøeffektene av disse investeringene. Åpen kommunikasjon om kriterier for investeringene innenfor programmet i tillegg til avkastning, vil være et bidrag til dette. Dette flertallet legger til grunn at det på et egnet tidspunkt gjøres en grundig vurdering av kriteriene som brukes i sammensetningen av de miljørelaterte investeringsmandatene.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, viser til rapporten fra Mercer om hvordan fond av Statens pensjonsfond utlands karakter bør møte klimautfordringene, samt til den kommende rapporten som vurderer Statens pensjonsfond utland spesielt. Flertallet ser fram til Regjeringens vurderinger av disse rapportenes anbefalinger i neste års melding om Statens pensjonsfond utland. Erfaringene fra programmet for miljørelaterte investeringer vil være nyttig i arbeidet med å implementere disse erfaringene.

Flertallet viser til at SPU ligger an til å vokse betydelig i årene som kommer. Samtidig vil de løpende tilførselene til fondet etter hvert avta. Etter 2020 ligger det an til at de årlige uttakene fra fondet for å dekke det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet vil bli større enn tilførselen av nye midler til fondet. Fondet vil imidlertid fortsette å vokse fordi avkastningen på kapitalen ligger an til å være høyere enn netto uttak fra fondet. Fram mot 2020 legger departementet til grunn at fondet kan bli om lag dobbelt så stort som i dag. Med en ramme på 5 pst. utgjør bare eiendomsinvesteringene om lag 300 mrd. av dette. Fondets vekst og størrelse gir et godt utgangspunkt for den videre utviklingen av fondet og investeringsstrategien. Samtidig gjør fondets størrelse at det er vanskelig å gjøre betydelige endringer i investeringene på kort sikt. En robust investeringsstrategi som står seg over tid er derfor viktig. Investeringsstrategien for fondet er utviklet over flere år, der man

har lagt vekt på å utnytte fondets særtrekk og evne til å bære risiko. Det er en nær sammenheng mellom målet om god avkastning og fondets rolle som ansvarlig investor. Miljømessige og samfunnsmessige hensyn er derfor langt på vei en integrert del av investeringsstrategien, sammen med hensynet til god styring av selskapene fondet investerer i.

Flertallet viser til at det i meldingen står at det «er lagt vekt på å gjøre rede for grunnlaget for Statens pensjonsfonds investeringsstrategi og å trekke opp perspektiver for videreutvikling av strategien framover». Utgangspunktet for arbeidet med strategien vil fortsatt være å søke høyest mulig internasjonal kjøpekraft innenfor moderat risiko. Pensjonsfondet forvaltes på vegne av den norske befolkningen. Det er en grunnleggende forpliktelse å skape langsiktig god avkastning som framtidige generasjoner kan dra nytte av. Flertallet er enig i dette. Flertallet viser til at mange er opptatt av at fondets investeringer også skal bidra til bedre miljø, til utvikling i de framvoksende økonomiene, og til utvikling av næringsliv og framtidens arbeidsplasser. Flertallet vil i denne sammenheng vise til at dagens investeringsstrategi, med eierskap i mange ulike næringer internasjonalt, en aktiv eierskapsutøvelse, etiske retningslinjene og miljøprogrammet er en del av investeringsstrategien for fondet og således også bidrar til dette. Flertallet er opptatt av å synliggjøre at målsettingen for dagens investeringsstrategi om høyest mulig avkastning over tid innenfor moderat risiko er avhengig av en bærekraftig utvikling i de markedene det investeres i. Samtidig bidrar en gjennomforvaltning av fondet og oppbygging av nye investeringsområder som f.eks. eiendom til utvikling av arbeidsplasser og kompetanse.

Flertallet er opptatt av at Etikkrådet i sitt arbeid bidrar til å identifisere bransjer eller områder hvor risiko for brudd på de etiske retningslinjene er størst, og dermed prioriterer ressursene slik at investeringer i selskaper som bryter de etiske retningslinjene fanges opp på et tidligst mulig tidspunkt.

Flertallet viser til at arbeidet knyttet til ansvarlig investeringspraksis i stor grad er i tråd med prinsippene som ligger til grunn for OECD Green Growth og UNEPs Green Economy, og at faktorer som ofte ikke er blitt sett på som direkte finansielt relevante, for eksempel miljømessige og samfunnsmessige faktorer, bør kunne vektlegges i forvaltningen fordi de kan påvirke verdiutviklingen i et langsiktig perspektiv.

Flertallet har merket seg at Norges Bank i brev til departementet av 6. juli 2010, i sammenheng med forslaget om økte investeringer i unoterte aktiva, peker på at departementet over tid bør gi økt rom for skjønnsutøvelse til Norges Bank. Flertallet har videre merket seg at Strategirådet peker på at en vide-

reutvikling av investeringsstrategien med ekspone- ring av flere risikofaktorer, og økte investeringer i unoterte markeder gir nye utfordringer for styringen av fondet. Rådet mener mer åpenhet og informasjon om fondets risiko vil være viktig, og en mer detaljert rapportering er å foretrekke framfor nye restriksjoner i mandatet til Norges Bank. Strategirådet peker videre på at gjeldende arbeidsdeling mellom departementet og Norges Bank er prisverdig klar, men at det oppstår et beslutningsvakuum dersom det blir behov for endringer i fondets sammensetning som følge av et ønske om å øke eller redusere risiko i spesielle situasjoner. Rådet mener dagens forvaltning ikke er tilpasset slike justeringer og foreslår opprettelsen av en rådgivende investeringskomité som løsning på dette.

Flertallet har merket seg at det i meldingen er pekt på at gevinstene ved å bygge opp flere nye investeringsområder – som hver for seg vil være relativt små – må veies opp mot den kostnaden økt kompleksitet i forvaltningen innebærer i form av økte krav til styringssystemer og oppfølging. Flertallet er av den oppfatning at forvaltningen av SPU er god, men at det er en til dels kompleks og omfattende styringsstruktur. Det er derfor viktig med en klar ansvars- og rolledeling både når det gjelder forholdet mellom eier og forvalter og forholdet mellom de ulike organene som fører tilsyn og kontroll med forvaltningen av fondet. Forvaltningen av fondet er bygd opp med et hierarki der Stortinget, Finansdepartementet, Norges Banks hovedstyre, NBIM og interne og eksterne forvaltere har ulike og klart definerede roller. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i systemet, mens rapportering av risiko og resultater går oppover.

Et annet flertall, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Sosialistisk Venstreparti og Senterpartiet, er enig med departementet i at det er en avveining mellom behovet for bred forankring av strategien for fondet og behovet for å delegerer flere investeringsbeslutninger, men at dagens modell alt i alt har fungert godt. Bred oppslutning om investeringsstrategien er nødvendig for å sikre at strategien kan ligge fast også i perioder med store svingninger i markedene. En investeringskomité bestående av representanter fra Finansdepartementet, Norges Bank og andre fagfolk vil være enda et organ å forholde seg til for alle nivåene i hierarkiet. Dette flertallet er enig med departementet om ikke å utrede opprettelsen av en investeringskomité nærmere.

Dette flertallet viser til meldingens omtale av rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond og styringsmodellen for forvaltningen av fondet. Dette flertallet viser videre til at styringsmodellen er basert på en klar ansvars- og rolle-

deling mellom eier og forvalter, og at beslutninger som er med å bestemme det samlede risikonivået i fondet er forankret i Stortinget. Dette flertallet støtter dette, og viser til at behandlingen av meldingen om Statens pensjonsfond gir Stortinget anledning til å drøfte viktige sider ved forvaltningen av fondet i en bredere sammenheng.

Komiteen understreker betydningen av at dersom fellesskapets sparemidler skal komme både dagens og framtidige generasjoner til gode, er vi avhengig av en langsiktig og trygg forvaltning, samt bred oppslutning og stor grad av legitimitet rundt måten midlene i Statens pensjonsfond forvaltes på. Betyggende revisjon og tilsyn er en viktig del av dette. Komiteen viser til at Stortinget har oppnevnt et eget organ, Norges Banks representantskap, som fører tilsyn med bankens drift og med at reglene for bankens virksomhet blir fulgt. Representantskapet velger bankens eksterne revisor som reviderer bankens regnskaper og organiserer et eget sekretariat som utfører løpende tilsynsoppgaver. Som en del av tilsynsfunksjonen til representantskapet er det også innført et system med regelmessige, uavhengige gjennomganger av forvaltningen ved hjelp av bankens revisor, såkalte attestasjonsoppdrag. Representantskapet skal avgi en årlig uttalelse direkte til Stortinget om tilsynet med bankens drift. Komiteen viser videre til at Folketrygdfondet revideres av en ekstern revisor utpekt av Finansdepartementet, og at det på tilsvarende måte som for Norges Bank er innført et system med regelmessige, uavhengige kontroller av om Folketrygdfondet overholder reglene om forvaltningen fastsatt av departementet.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, har merket seg at det har vært reist spørsmål om forståelsen av Riksrevisjonens rolle knyttet til Statens pensjonsfond. Flertallet viser til at Stortinget senest i forbindelse med behandlingen av Dokument 1 (2010–2011) og Dokument 3:2 (2010–2011) fra Riksrevisjonen presiserte at Riksrevisjonen skal påse at Finansdepartementet forvalter fondet i tråd med Stortingets forutsetninger og vedtak, mens representantskapet, basert på arbeidet til ekstern revisor, skal påse at Norges Banks forvaltning skjer innenfor de retningslinjer departementet har trukket opp. Flertallet viser videre til at Stortinget tidligere, i forbindelse med vedtaket om innføring av ny revisjonsordning for Folketrygdfondet, presiserte at Riksrevisjonens oppgaver vil omfatte kontroll av forvaltningen av statens interesser i selskapet (selskapskontroll) og at Stortingets vedtak og forutsetninger for øvrig er oppfylt (forvaltningsrevisjon). Flertallet understreker betydningen av at det er en klar ansvars- og rolledeling, også

mellom de ulike organene som fører kontroll med Statens pensjonsfond. Flertallet viser til at Riksrevisjonen skal foreta forvaltningsrevisjon av Finansdepartementet og revisjon av posten Statens pensjonsfond i statsregnskapet, samt føre kontroll med statsrådets myndighetsutøvelse, men at Riksrevisjonen utover dette ikke skal foreta en kontroll av Norges Bank og SPU og av Folketrygdfondet og SPN.

Et annet flertall, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Sosialistisk Venstreparti og Senterpartiet, har merket seg Strategirådet og Norges Banks vurderinger om eventuelle økte investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur i SPU. Dette flertallet viser til den omfattende vurderingen av aktiv forvaltning i SPU i fjorårets melding, der det fra departementets side ble strammet noe inn på omfanget av den aktive forvaltningen. Ved økte investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur i tillegg til eiendom, vil en større del av investeringene skje gjennom aktiv forvaltning – noe som isolert sett vil bidra til at risikoen og forvaltningskostnadene i fondet øker. Dette flertallet støtter departementets vurdering av at det ikke åpnes for ytterligere investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur nå. Fondet bør nå få bygget opp erfaring med investeringer i det største og mest utviklede markedet for unoterte aksjer – markedet for fast eiendom – før det vurderes ytterligere investeringer i et slikt marked.

Komiteen viser til at SPU gjorde sin første unoterte eiendomsinvestering 13. januar 2011. Mandatet fastsetter at Norges Bank skal plassere inntil 5 pst. av SPUs kapital i en egen eiendomsportefølje, ved å redusere obligasjonsporteføljen tilsvarende. Det er forventet at det vil ta flere år å bygge opp en så stor portefølje, noe NBIM bekreftet under høringen, samtidig som man forventet økte investeringer de nærmeste år. Komiteen mener det er viktig å bruke den tiden som er nødvendig for å sikre en forsvarlig innfasing av investeringer i eiendomsmarkedet.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til hvilken avkastning man kan få sett i forhold til risiko og kostnader ved slike investeringer. Begrenset tilgang på historiske avkastningstall, fravær av mulighet for å drive passiv forvaltning, kapasitetsbegrensninger i markedene, høye transaksjonskostnader, lav omsettelighet, i tillegg til usikkerhet knyttet til juridiske og skattemessige forhold, taler etter komiteens mening til fordel for en forsiktig og kunnskapsbasert tilnærming. Komiteen mener i den sammenheng at det er fornuftig at man nå begrenser unoterte investeringer til bare å omfatte eiendom. Komiteen forutsetter at departementet kommer tilbake til spørsmålet om eventuelle endringer i investeringsstrategien mot

unoterte aksjer og infrastruktur dersom dette blir aktuelt.

Komiteen har merket seg at etter departementets syn «tyder en ny gjennomgang av relevant forskning på at valutarisikoen i SPU er mindre enn tidligere antatt, og uansett relativt liten, og at det da synes ikke lenger å være grunnlag for en så vidt sterk konsentrasjon av investeringene i Europa som fondet har i dag. Verdens produksjonskapasitet og verdipapirmarkeder befinner seg i større og økende grad i andre deler av verden. Over tid bør derfor andelen av fondet som er investert i Europa reduseres, til fordel for større andeler i resten av verden. Komiteen tar dette til etterretning, men ønsker samtidig å understreke betydningen av det europeiske markedet for investeringene i SPU, og at det europeiske markedet fortsatt vil være svært viktig. Komiteen viser til at departementet vil arbeide videre med fastsettelsen av ny geografisk fordeling. Det legges til grunn at endringer med vesentlig betydning for fondets risiko og forventede avkastning vil bli lagt fram for Stortinget før de gjennomføres. Komiteen har merket seg at det samtidig kan være aktuelt å begynne å gjennomføre endringer i tråd med de vurderingene som er presentert i denne meldingen i løpet av inneværende år. Komiteen tar dette til etterretning. Ettersom utviklingen generelt peker i retning av at en stadig større del av fondets investeringer vil være i framvoksende markeder og at disse vil utgjøre en stadig større andel av SPUs samlede aksjeportefølje, mener komiteen det er viktig å vurdere konsekvensene av dette for fondets investeringer. Komiteen ser fram til at departementet kommer tilbake til Stortinget med vurderinger av disse spørsmålene.

Komiteen tar diskusjonen rundt obligasjonsporteføljen til etterretning. Med dagens lave rentenivåer kan en ikke framover forvente tilsvarende kursgevinster på obligasjoner som de siste 25 årene. Analysene til Stephen Schaefer og Jörg Behrens viser at endringer i det generelle rentenivået forklarer mesteparten av variasjonen i avkastningen. Det blir dermed mindre risikospredning ved å spre investeringer på mange ulike verdipapirer i obligasjonsmarkedet enn i aksjemarkedet. Schaefer og Behrens mener det vil være hensiktsmessig å dele opp obligasjonsporteføljen for å rendyrke de ulike (og til dels motstridende) rollene som obligasjonsporteføljen har. Mens kjerneporteføljens rolle er å dempe verdisvingningene i perioder med kriser i finansmarkedene, kan en eller flere tilleggsporteføljer ha som formål å høste en avkastning gjennom eksponering mot ulike typer risiko. Selv om SPU i liten grad er avhengig av kontantstrømmer, gjør tilgang til løpende likviditet det lettere å foreta rebalansering gjennom økt vektning i perioder hvor markedet faller. På sikt vil også tilgangen til løpende likviditet spille en rolle i forhold til

uttak fra fondet. Investeringer i andre aktivaklasser, som eiendom, er også med på å spre risiko, men dette markedet er mindre likvid og mindre i størrelse enn obligasjonsmarkedet.

Komiteen viser til rapporten fra professorene Ang, Goetzman og Schaefer som ble omtalt i fjorårets melding, som anbefalte å definere ønsket risikoeksponering for hver risikofaktor og inkludere dette i fondets referanseindeks. Departementet varslet at de ville komme tilbake til dette spørsmålet i årets melding. Komiteen tar til etterretning at departementet viser til at det i praksis ikke er lett å isolere de ulike risikofaktorene i obligasjonsmarkedet, men at de likevel i det videre arbeidet med dette vil foreta utvidede analyser av systematiske risikofaktorer som en del av arbeidet med å videreutvikle investeringsstrategien for fondet.

Komiteen viser til at departementet omtaler forslag om å forenkle referanseindeksen for obligasjoner og eventuell videreutvikling av mandatet i tråd med anbefalingene i rapporten fra Schaefer og Behrens og at slike tilpasninger etter departementets syn vil kunne gjennomføres uten vesentlige endringer i forventet avkastning og risiko. Det vises videre til at departementet vil vurdere om det er aktuelt å gjennomføre slike endringer i løpet av året. Komiteen har merket seg at en eventuell større omlegging av forvaltningen av obligasjonsporteføljen vil departementet legge fram for Stortinget før en endelig beslutning tas, og at departementet vil gjøre rede for arbeidet med videreutvikling av obligasjonsforvaltningen i neste års melding til Stortinget om forvaltningen av fondet. Komiteen er tilfreds med dette.

Komiteen viser til at hoveddelen av midlene i SPN er plassert i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet. Komiteen har merket seg at fondets særtrekk er langsiktighet og størrelse. Investeringsstrategien fastsettes av Finansdepartementet gjennom en referanseindeks som blant annet er fordelt på 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner, og to geografiske regioner – 85 pst. i Norge og 15 pst. i Norden. Komiteen har videre merket seg at Folketrygdfondet i mandatet innenfor visse rammer kan fravike referanseindeksen for å skape meravkastning – såkalt aktiv forvaltning – innenfor en ramme for avvik på 3 pst. pr. år. Komiteen viser til at departementet, i forbindelse med fjorårets evaluering av den aktive forvaltningen i SPU, varslet at de ville komme tilbake til en vurdering av den aktive forvaltningen i SPN. Departementet har i den forbindelse fått utarbeidet 3 eksterne rapporter. Komiteen har merket seg at departementet mener det bør være en viss ramme for aktiv forvaltning i forvaltningen av SPN. De legger blant annet vekt på at en ren passiv indeksforvaltning ville påført fondet unødige kostnader, og at særtrekk ved fondet som størrelse og langsiktighet



gir et potensial for meravkastning over tid som bør utnyttes i noen grad. Videre at aktiv forvaltning kan gi positive vekselvirkninger for blant annet eierskapsutøvelsen i fondet. Komiteen har merket seg at Folketrygdfondet i det nye mandatet for SPN er underlagt de samme krav til godtgjøringsordninger som ellers gjelder for ansatte i finansinstitusjoner i Norge. Komiteen tar til etterretning at departementet etter en samlet vurdering har kommet fram til at dagens ramme for aktiv forvaltning (forventet relativ volatilitet) på 3 pst. bør videreføres, og at det bør forventes en årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning på 1/4–1/2 prosentpoeng i gjennomsnitt over tid.

Komiteen ser positivt på at departementet legger opp til regelmessige gjennomganger av den aktive forvaltningen i begynnelsen av hver stortingsperiode, i tråd med det som tidligere er varslet for den aktive forvaltningen i SPU.

Komiteen understreker at beslutninger som har stor betydning for samlet risiko i fondet må tas etter en samlet avveining, der også eiernes risikotoleranse er viktig. Eierne av Statens pensjonsfond er det norske folk, representert ved Stortinget. Det er derfor sentralt at risikoen i forvaltningen kommuniseres på en god måte. Komiteen er i den sammenheng fornøyd med at analyser av ulike typer risiko er blitt en sentral del av årets melding.

Komiteen viser til Finanskriseutvalgets utredning «Bedre rustet mot finanskriser», NOU 2011:1, som ble lagt fram 25. februar 2011. Utvalget belyser flere elementer som er relevante for forvaltningen av SPU, selv om rammeverket for fondet ikke var en del av utvalgets mandat. Det pekes blant annet på behovet for å identifisere, styre og kommunisere risiko på en bedre måte. Finanskrisen avdekket svakheter i risikostyringen og den operative forvaltningen, noe som blant annet førte til en omfattende omorganisering av kapitalforvaltningen i Norges Bank med vesentlig styrket risikostyring og rapportering. Komiteen merker seg at rammeverket for styring av operasjonell risiko i Norges Bank nå synes å være tilfredsstillende, og at de finansielle konsekvensene av uønskede hendelser for 2010 er beskjedne. Komiteen merker seg vurderingene knyttet til operasjonell risiko og slutter seg til disse.

Utvalget peker også på at finanskrisen synliggjorde mangelen på sammenfallende interesser mellom oppdragsgiver og kapitalforvalter. I 2010 ble det fastsatt nye regler om godtgjøringsordninger i finansinstitusjoner i Norge (EØS-relevant EU-direktiv), som skal bidra til å fremme og gi insentiver til god styring av og kontroll med risikoen i forvaltningen, motvirke for høy risikotaking og bidra til å unngå interessekonflikter. Disse reglene er gjort gjeldende overfor Norges Bank knyttet til forvaltningen

av SPU, og vil således omfatte hele den interne forvaltningen av SPU, og den delen av den eksterne forvaltningen som foretas fra EU-land. Norges Bank innførte i 2009 en ny struktur for avkastningsavhengige honorarer, der hensikten er å sikre en mer langsiktig investeringshorisont også hos de enkelte eksterne forvalterne. Den nye strukturen innebærer at forvalterne bare vil få utbetalt en viss andel av det opptjente honoraret de første fem årene. Videre vil forvalterne måtte tjene inn eventuell mindreavkastning før det igjen blir beregnet avkastningsavhengige honorarer. I tillegg er det satt tak på honorar utbetalt i et enkelt år som en bestemt andel av kapitale under forvaltning. Norges Bank opplyser om at alle eksterne forvaltningsoppdrag tildelt fra 2010 er underlagt den nye strukturen. Komiteen mener dette er fornuftige tiltak for å skape en insentivstruktur som i større grad samsvarer med fondets overordnede målsetting. Komiteen understreker viktigheten av å finne en balanse hvor SPU forblir konkurransedyktig i forhold til å knytte til seg de beste forvalterne, samtidig som hensynet til folks oppfatning av anstendige forvaltningshonorarer skal veie tungt. Det er i så måte gledelig at Norges Bank, i årsrapporten om SPU for 2010, viser til at de med de endringene som er gjennomført, ikke regner med at framtidige honorarer i enkeltår vil komme opp i tilsvarende nivåer som de høyeste utbetalingene i 2009.

Komiteen viser til omtalen i meldingen om at Norges Bank arbeider med et forventningsdokument knyttet til satsingsområdet velfungerende, legitime og effektive markeder. Problemstillinger knyttet til selskapers åpenhet og rapportering er viktige i denne sammenhengen, og vil være en del av dette forventningsdokumentet. Komiteen er tilfreds med dette, og vil uttrykke forventninger til dette arbeidet.

Komiteen viser til at regjeringen den 8. november 2010 fastsatte et nytt mandat for Norges Banks forvaltning av SPU, med ikrafttredelse 1. januar 2011. Komiteen er positiv til at områder som tidligere regelsett ikke dekket, nå blir regulert, bestemmelsene blir mer utfyllende og at regelverket for fondet nå blir mer tilgjengelig.

Komiteen er tilfreds med at Stortinget, i tillegg til den årlige stortingsmeldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond, og den løpende rapporteringen fra Norges Bank og Folketrygdfondet, også får en rapport fra Representantskapet for Norges Bank direkte til Stortinget.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet, Kristelig Folkeparti og Venstre registrerer at avkastningen i Statens pensjonsfond utland i 2010 var på 9,6 pst., noe som er langt lavere enn 2009 der avkastningen var på 25,6 pst. Statens pensjonsfond Norge ga en avkast-

ning på 15,3 pst. Disse medlemmer er likevel tilfreds med en slik avkastning, under forutsetning at det er skjer under moderat risiko som er fondets strategi og mål. Fondet skal skape høyest mulig avkastning innenfor en moderat og konservativ risikotoleranse. Markedsverdien til SPU var årsskiftet 3 077 mrd. kroner og markedsverdien til SPN var 135 mrd. kroner. Ved nasjonalbudsjettet 2011 ble fondets størrelse anslått til over 6 000 mrd. kroner ved inngangen til 2020.

Disse medlemmer tar for øvrig redegjørelsen til orientering.

Disse medlemmer merker seg at rammen for forvaltningskostnader har ligget stabilt gjennom flere år, til tross for sterk vekst i fondets størrelse. Tallene for 2010 viser en kraftig økning i forvaltningskostnadene, og budsjettet for 2011 viser en økning i honorarer til eksterne forvaltere på 39 pst. i forhold til 2010. Under høringen i Stortingets finanskomité sa finansministeren og lederen for NBIM at på grunn av størrelsen av fondet oppnår SPU stor-driftfordeler og er attraktiv for eksterne forvaltere, og at NBIM har oppnådd gode avtaler med eksterne forvaltere. Disse medlemmer mener at kostnadsrammen også burde reflektere dette. Disse medlemmer har bl.a. blitt gjort kjent med at departementet har bestilt en analyse der kostnader i Statens pensjonsfond utland sammenlignes med kostnader i andre tilsvarende fond. Analysen er gjennomført av det kanadiske konsultentselskapet CEM Benchmarking Inc., som konkluderer med at Statens pensjonsfond utland betaler mer for eksterne forvaltning enn fond det er naturlig å sammenligne med. Det er bekymringsverdig og ikke minst alvorlig hvis Stortingets finanskomité har blitt feilinformert.

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. 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.

Disse medlemmer viser til at fremvoksende markeder ble inkludert i Statens pensjonsfonds referanseindeks for aksjer første gang i 2000, og at man de siste år har investert mye mer i fremvoksende markeder. Investeringer i disse markeder bidrar til å spre risikoen mellom ulike land. Disse medlemmer minner likevel om at man i flere år har vurdert å opprette eget fond eller investeringsprogram for investeringer i fremvoksende og mindre utviklede markeder, noe som er i tråd med konklusjonene til Utviklingsutvalget og Norfunds anbefalinger. Disse med-

lemmer er således skuffet over at regjeringen heller ikke denne gang legger frem noe forslag om å opprette fond for investeringer i fremvoksende og mindre utviklede markeder. Dette har blitt utsatt en rekke ganger. Disse medlemmer ønsker fortgang i denne prosessen og at det opprettes et fond for investeringer i fremvoksende markeder i u-land/privat næringsliv i u-land.

Disse medlemmer 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 tidligere advarsler og kritikk som kom etter at flere av fondets forvaltere mottok store bonusutbetalinger i krisetåret 2008, et år hvor fondet hadde en negativ avkastning på 633 mrd. kroner. Disse medlemmer registrerer at ekstremt store utbetalinger til forvaltere også skjedde i 2010, deriblant utbetaling på over 500 mill. kroner til en forvalter. 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 store 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 interesse-sammenfall.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

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

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

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet viser til at Statens pensjonsfond har det formålet å spare til kommende generasjoner slik at de også skal kunne nyte godt av petroleumsformuen, samt bygge opp nasjonen videre for landets befolkning, slik at landets nåværende og fremtidige næringsliv vil være godt rustet og har gode forutset-

ninger for å hevde seg og være konkurransedyktig i den internasjonale handelen.

Disse medlemmer registrerer at regjeringen i sin pressemelding til Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond 2010 skriver:

«I motsetning til hos tradisjonelle pensjonsfond er ikke vår sparing øremerket særskilte forpliktelser som for eksempel løpende pensjonsutbetalinger.»

Disse medlemmer konstaterer at fondet derfor ikke har noe med pensjoner å gjøre, men trolig er et retorisk grep konstruert for å overføre mindre av statens enorme årlige overskudd til folket. Disse medlemmer mener derfor at navnet på fondet er direkte misvisende og bør endres. Fondet som eies av det norske folk skal være et fond for fremtidsrettet bygging av Norge.

Disse medlemmer 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 Statens pensjonsfond utland. 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 spørsmålstegn 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 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 Statens pensjonsfond utland fra Norges Bank.

Disse medlemmer viser til at forvaltningen av Statens pensjonsfond utland settes bort til utenlandske forvaltningsselskap. Disse medlemmer mener dette ikke nødvendigvis er den beste måten å forvalte fellesskapets verdier på. Disse medlemmer ønsker 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 kapitalfor-

valtermiljø dersom SPU i fremtiden skal forvaltes på denne måten. Fondet skal ha langsiktighet og satse på kompetansebygging. I tillegg til å øke de finansielle verdiene bør kompetansebygging i forvaltningen også komme eierne til gode.

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 tilfredsstillende sin egen målsetting når den tidligere har valgt å øke eksponeringen i aksjer til 60 pst. av fondets kapital, men ikke i større grad investerer i fremvoksende markeder i mindre utviklede land. Disse medlemmer mener imidlertid det er positivt at man har påbegynt arbeidet med å spre risikoen ved å investere 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, der avkastningen fra dette fondet øremerkes investeringer i vei-, jernbane- og kollektivtiltak, inkludert bussbasert kollektivtrafikk og bredbånd. Disse medlemmer mener at dette bør vurderes og ses nærmere på, slik at det kommer både nåværende og kommende generasjon til gode, og som uten tvil vil gjøre at næringslivet i Norge mer konkurransedyktig internasjonalt.

Disse medlemmer mener at det ikke kan dokumenteres at aktiv forvaltning gir best avkastning på sikt. Disse medlemmer er bekymret over kostnadsutviklingen på fondet og ønsker 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 både redusere risikoen og redusere 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 i større grad å kunne etterprøve og sammenligne resultater for ulike forvaltningsstrategier, foreslår disse medlemmer at Statens pensjonsfond 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 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 forsvarsindustri-drifter.

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

Disse medlemmer viser til at Norge har en lang historie som en miljøvennlig energinasjon. Disse medlemmer mener det er viktig å bygge opp under de konkurransefortrinnene Norge allerede har. Verden står ovenfor store utfordringer knyttet til tilgang på nok energi i tiårene som kommer, og disse medlemmer mener Norge kan komme med viktige bidrag på dette området. Disse medlemmer mener Norge allerede i dag besitter unik kompetanse og teknologi innen både fornybar energiproduksjon og innen olje og gassproduksjon, og mener det er viktig at staten støtter opp om, og styrker arbeidet med videre utvikling av dette.

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 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 eiendomsporte-

følge bygges opp til å utgjøre 5 pst. av fondet, reduseres delen som indeksforvaltes fra 95 pst. til 90 pst.»

«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 medlemmer fra Framskrittspartiet og Kristelig Folkeparti har merket seg at kostnadene forbundet med forvaltningen av SPU er betydelige. I 2010 var forvaltningskostnadene ca. 3 mrd. kroner og det er budsjettert med 4 mrd. kroner i kostnader i 2011. Som den formelle eieren av fondet er det departementets ansvar å godkjenne forvaltningskostnadene i fondet. Gitt størrelsen på kostnadene er det naturlig, og viktig, at Stortinget er godt informert om disse, inklusive hva de består av og utviklingen av kostnadene.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen i neste års melding om Statens pensjonsfond presentere mer detaljer om kostnadene forbundet med forvaltningen av SPU, inklusive detaljer om det seneste budsjettede departementet har godkjent.»

Komiteens medlemmer fra Framskrittspartiet peker på at man er i en tid preget av statlige gjeldskriser. Disse medlemmer også opptatt av at den aktive forvaltning i fondet ikke skal bidra til å svekke Norges renommé i utlandet. En tenkt situasjon som kan svekke Norges omdømme er om det blir offentlig kjent at SPU forsøker å profitere på et lands økonomiske vanskeligheter, for eksempel gjennom å shorte dette landets statsobligasjoner.

Disse medlemmer merker seg at departementet vurderer å gjøre endringer i forvaltningen av SPU's obligasjonsportefølje. Et av forslagene som vurderes, basert på en utredning fra Schaefer og Behrens, er å dele obligasjonsporteføljen i en del som indeksforvaltes og en eller flere deler som forvaltes aktivt. Disse medlemmer registrerer at dette forslaget ligner på et forslag tidligere fremmet av Framskrittspartiet om å dele hele fondet (også aksjeporteføljen) i to deler: en del som indeksforvaltes og en del forvaltes aktivt. Disse medlemmer merker seg også at departementet også vurderer et forslag om å «forenkle» referanseindeksen for obligasjonsporteføljen ved å fjerne statsrelaterte og pantsikrede. Disse medlemmer registrerer at SPU i dag har en betydelig overvekt i slike obligasjoner i dag og undres over at dette ikke nevnes i meldingen.

Disse medlemmer fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen i neste års melding legge frem en bred vurdering av hvordan ulike aspekter av SPUs forvaltning, som for eksempel de etiske retningslinjene og den aktive forvaltningen, potensielt kan skade Norges renommé i utlandet.»

«Før det gjøres betydelige endringer i referanseindeksen for obligasjonsdelen av SPU, ber Stortinget regjeringen komme tilbake med analyser og vurderinger av konsekvensene av en slik omlegging. Analysene bør inkludere vurderinger av hvordan endringene vil påvirke risikoen og forventet avkastning i fondet (både i normale tider og i perioder med finansiell ustabilitet), hvordan det forventes at Norges Bank vil endre den faktiske porteføljen som en følge av omleggingen, forventede kostnader som vil påløpe på grunn av omleggingen og i hvilken grad det vil bli enklere eller vanskeligere for Norges Bank å oppnå meravkastning etter en eventuell omlegging.»

Komiteens medlemmer fra Framskrittspartiet, Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre viser til at disse medlemmer flere ganger de siste årene har tatt til orde for at det bør foretas en vurdering av om den valgte organiseringen av Statens pensjonsfond utland er optimal sett i forhold til fremtidige utfordringer og til de mål som er satt for forvaltningen, og ønsker en utredning av alternative måter å organisere fondet på. En slik vurdering bør også omfatte 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 foreta en utredning av alternative måter å organisere fondet på, herunder spørsmålet om etablering av egen pengepolitisk komité i Norges Bank slik at hovedstyret i større grad kan konsentrere kompetansen om kapitalforvaltning eller en modell hvor forvaltningen av SPU skilles fra Norges Bank, samt om det i fortsettelsen skal være ett eller flere fond.»

Komiteens medlemmer fra Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre merker seg at tapene i Statens pensjonsfond utland i finanskrisetåret 2008 er mer enn hentet inn igjen. Derksom en ser perioden 2008–2010 under ett, har fondet hatt en samlet avkastning tilsvarende mer enn 260 mrd. kroner. Disse medlemmer merker seg at

dersom en hadde redusert risikoen i fondet i 2008 eller 2009, ville gjeninnhentingene i oppgangsperioden etter finanskrisen ikke vært like sterke. Disse medlemmer understreker behovet for en bred forankring av viktige sider ved forvaltningen av Statens pensjonsfond. En slik forankring er en forutsetning for en langsiktig og trygg forvaltning. Det er viktig at en evner å stå fast ved en langsiktig strategi, særlig når det er uro i markedene.

Komiteens medlemmer fra Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre viser til at fondets utvikling tilsier at det i årene som kommer vil være en sterk økning i bruken av oljepenger som følge av 4 prosent-målet i handlingsregelen. Flere økonomer, også Statistisk sentralbyrå, har reist en debatt om bruken av oljepenger bør reduseres til 3 pst., dels basert på historisk avkastning i fondet men også av hensyn til konkurranseutsatt næringsliv. Disse medlemmer mener at dette er en debatt som må følges nøye. Når bruken av oljepenger øker, øker også behovet for å bruke pengene slik at det øker veksten i norsk økonomi og ikke undergraver konkurransevnen til norsk eksportrettet næringsliv.

Sentralbanksjef Øystein Olsen la i sin årstale i februar 2011 stor vekt på gjennomføringen av handlingsregelen. Sentralbanksjefen pekte på at handlingsrommet er brukt

«til å gjennomføre standardøkninger og øke utgiftene på en rekke områder. Prioritering av tiltak som styrker produktiviteten og vekstevnen på lengre sikt, herunder justeringer i skattesystemet, synes derimot å ha kommet noe i bakgrunnen.»

Disse medlemmer mener på denne bakgrunn at økt bruk av oljepenger skal kanaliseres til forskning og utdanning, infrastruktur og vekstfremmende skattelettelser.

Komiteens medlemmer fra Framskrittspartiet, Kristelig Folkeparti og Venstre stiller seg uforstående til at regjeringen ennå ikke har valgt å opprette et investeringsfond med formål om å investere i bærekraftige bedrifter i utviklingsland og fremvoksende markeder, til tross for at Utviklingsutvalget og Norfund har anbefalt dette.

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 Høyre og Venstre mener det er viktig å ha størst mulig sammenfall mellom kapitaleiers interesser og forvalters interesser. Bonusavtaler er et redskap for å oppnå bedre interessesammenfall, og disse medlemmer har merket seg at Norges Bank er i ferd med å gå over til flerårige bonusavtaler som vil bedre interessesammenfallet over en lengre tidshorisont.

Disse medlemmer viser til at det har vært foreslått å pålegge Norges Bank å innføre nedsidebonus i sine bonusavtaler med forvaltere. En nedsidebonus innebærer i praksis at en større del av fastlønnen gjøres variabel. Dersom nedsiden skal være like stor som oppsiden vil for mange av forvalterne nedsiden være større enn fastlønnen. Disse medlemmer mener at det vil være naivt å tro at en slik omlegging vil la seg avtale med forvalterne uten en vesentlig økning av fastlønnen, eventuelt en mer vesentlig økning av bonusbeløpene. Disse medlemmer kan vanskelig se at dette lar seg forene med god kostnadskontroll.

## 2. Investeringsstrategien for SPU

### 2.1 Bakgrunn for dagens investeringsstrategi

#### 2.1.1 Sammendrag

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 er et instrument for generell sparing. Fondet har ikke klart definerte forpliktelser i fremtiden. Siktemålet med investeringene er å oppnå en høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen i fondet gitt et moderat nivå på risiko.

Som statlig eid fond er det lagt vekt på at fondet skal følge en ansvarlig investeringspraksis som tar hensyn til god selskapsstyring, og miljømessige og samfunnmessige forhold. En slik praksis henger nøye sammen med formålet om å oppnå god avkastning over tid og er en forutsetning for oppslutningen om forvaltningen av fondet i den norske befolkningen.

Departementets ambisjon 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.

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 mandater fastsatt av departementet. Mandatene gjenspeiler departementets langsiktige investeringsstrategi for de to delene av fondet. I meldingens kapittel 2 drøftes investeringsstrategien for SPU. Investeringsstrategien for SPN drøftes i meldingens kapittel 3.

#### 2.1.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

### 2.2 Perspektiver på videreutviklingen av strategien for SPU

#### 2.2.1 Sammendrag

Fondets investeringsstrategi er blitt utviklet gradvis siden 1998, da fondets kapital for første gang ble investert i aksjer. På den måten har det vært mulig å oppnå en bred oppslutning om fondets investeringsstrategi, og erfaringen så langt er at de strategiske valgene har vært robuste overfor perioder med tildels betydelig uro i finansmarkedene. Fondets sammensetning ligner på sammensetningen av andre fond internasjonalt, jf. omtale i meldingens kapittel 2.1. Et naturlig spørsmål for utviklingen av fondets strategi framover er om særtrekk ved fondet kan utnyttes ytterligere for å oppnå et bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko. Erfaringen siden 1998 er at det tar tid å gjennomføre endringer i fondets strategi. I meldingen drøftes mulige endringer som i mange tilfeller ligger noe fram i tid, men som det likevel er hensiktsmessig å starte drøftingen av nå.

Departementet presenterer i meldingen flere eksterne utredninger av spørsmål knyttet til videreutviklingen av fondets strategi. I meldingens kapittel 2.3 drøftes spørsmålet om det bør åpnes opp for nye investeringer i unoterte markeder, mens meldingens kapittel 2.4 drøfter fondets fordeling på geografiske regioner og valutaer. Et sentralt tema er om fondets lange tidshorisont innebærer at en bør legge mindre vekt på valutarisiko enn tidligere antatt. I meldingens kapittel 2.5 drøftes ulike sider ved forvaltningen av fondets obligasjonsportefølje. Et sentralt tema er hvilken rolle obligasjonsporteføljen skal spille i fondets investeringsstrategi.

Som en bakgrunn for temaene som tas opp i kapitlene 2.3–2.5 presenteres noen hovedspørsmål knyttet til arbeidet med å videreutvikle strategien. Analysene bygger blant annet på innspill fra Norges Bank og en rapport fra Strategirådet 2010, som begge har gitt sitt syn på hovedutfordringer knyttet til fondets strategi framover. Norges Banks brev til Finansdepartementet 6. juli 2010 ble publisert og omtalt i forbindelse med Nasjonalbudsjettet 2011. Rapporten fra Strategirådet ble presentert på et seminar på Handelshøyskolen BI i november 2010. Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

### 2.2.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

## 2.3 Unoterte investeringer

### 2.3.1 *Sammendrag*

Unoterte investeringer er investeringer i aktiva som ikke handles på regulerte markedsplasser. Slike aktiva representerer en betydelig del av verdiskapingen i økonomien. De siste årene har institusjonelle investorer økt eksponeringen mot andre aktivaklasser enn noterte aksjer og obligasjoner, som eiendom, unoterte aksjer og infrastruktur. CEM Benchmarking har utarbeidet en sammenlikningsgruppe for SPU bestående av 19 av verdens største pensjonsfond. Den gjennomsnittlige strategiske allokeringen til andre aktivaklasser enn noterte aksjer og obligasjoner var ved utløpet av 2009 på 16 pst. av samlet kapital. Høyest allokering var det til unotert eiendom, unoterte aksjer og infrastruktur på hhv. 6 pst., 5 pst. og 2 pst. av samlet kapital. Ved å utvide investeringsuniverset til slike alternative aktiva, ønsker investorene å bedre bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko.

I markedene for noterte aktiva, som kjennetegnes av lave transaksjonskostnader og høy omsettelighet, vil effektiv konkurranse normalt sikre at all relevant informasjon raskt reflekteres i aktivaprisene. I slike velfungerende (effisiente) markeder vil det normalt være svært krevende for investorer å etablere fortrinn. I likhet med noterte markeder vil de store unoterte markedene som eiendom, unoterte aksjer og infrastruktur, også kjennetegnes av høy konkurranse, men det vil være mer ressurskrevende å innhente investeringsrelatert informasjon, gjennomføre investeringene og forvalte disse. Disse faktorene gjør unoterte investeringer krevende, men legger samtidig forholdene bedre til rette for at investorer i perioder kan opparbeide seg fortrinn som kan bedre bytteforholdet mellom risiko og avkastning.

I markeder for unoterte investeringer eksisterer det ingen investerbar referanseindeks, slik at det ikke er mulig å drive passiv indeksforvaltning. De operasjonelle utfordringene gjør at mange institusjonelle investorer benytter eksterne forvaltere, primært fondslignende konstruksjoner. En utfordring ved slik forvaltning er å etablere forvaltningskontrakter som gir investor og forvalter mest mulig sammenfallende interesser. Et sentralt element er fordelingen av avkastningen mellom forvalter og investor. I utgangspunktet bidrar investor kun med langsiktig kapital, mens avkastningen skapes av fondsforvalter. Investors utfordring består i å sikre seg tilstrekkelig kompensasjon for risikoen og en andel av eventuell meravkastning. Fordelingen vil være avhengig av styrkeforholdet mellom partene, som blant annet

påvirkes av tilbud og etterspørsel etter slike forvaltningstjenester og markedets avkastningskrav for langsiktig kapital. Historiske avkastningstall for unoterte aksjefond tyder på at den gjennomsnittlige forvalter har fått en for stor andel av avkastningen, slik at investor ikke er blitt tilstrekkelig kompensert for risikoen forbundet med investeringene.

Analysen av unoterte investeringer kan tyde på at store institusjonelle investorer kan være bedre egnet til å opparbeide seg fortrinn som gir lavere kostnader og høyere avkastning enn små investorer. Større fond synes å ha bedre muligheter til å følge opp og vurdere fondsforvaltere og investerer derfor i bedre fond. Store fond synes også å ha mer intern forvaltning som er betydelig billigere enn eksternt forvaltning, og betaler samtidig lavere honorarer til eksterne forvaltere. Disse stordriftsfordelene gjelder også for noterte investeringer, men siden det normalt er høyere forvaltningskostnader knyttet til unoterte investeringer, er de av langt større betydning for nettoavkastningen for unoterte investeringer. Selv om det eksisterer betydelige stordriftsfordeler, har flere av markedene kapasitetsbegrensninger som begrenser større investors potensial til å utnytte disse stordriftsfordelene.

Unoterte markeder kjennetegnes av høye transaksjonskostnader og lav omsettelighet. Det gjør at investor vil forvente en kompensasjon i form av en likviditetspremie. Siden likviditeten i unoterte markeder varierer over tid, skapes det usikkerhet knyttet til framtidige transaksjonskostnader. Likviditet påvirker også prisnivået på aktivaene, og likviditetsendringer kan derfor påvirke prisingen. Begge disse forholdene utgjør ekstra risiko for investor. Aktiviteten og prisingen i unoterte markeder vil også være knyttet opp mot tilgangen til og prisingen av kreditt, ettersom investeringer i eiendom, infrastruktur og av oppkjøpsfond ofte gjennomføres med betydelig grad av belåning. Varierende likviditetsforhold i kredittmarkedene vil derfor kunne skape svingninger i verdien for slike aktiva. Investorer med lang investeringshorisont, stor evne til å holde på investeringer med lav likviditet og lave forvaltningskostnader kan være godt egnet til å høste en slik likviditetspremie.

Et generelt problem ved vurderinger av markeder for unoterte investeringer er at tilgangen på historiske avkastningstall er begrenset. Dette kan gjøre det krevende å trekke robuste konklusjoner om forventet avkastning og risiko. Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

### 2.3.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

#### UNOTERTE INVESTERINGER

Komiteens medlemmer fra Høyre og Venstre viser til at eksterne rapporter har identifi-

sert at det er et potensial for å utnytte fondets særtrekk på en positiv måte ved å investere i unoterte aktiva. Slike investeringer stiller imidlertid en rekke krav til både eier og forvalter for at de skal være et positivt bidrag til fondets portefølje. Disse medlemmer hadde ønsket en mer fremoverlent holdning fra regjeringen, hvor det pekes på løsninger for unoterte investeringer.

## **2.4 Geografisk fordeling og valutarisiko**

### **2.4.1 Sammenheng**

Investeringene i SPU har en fast fordeling på tre regioner: Europa, Amerika/Afrika og Asia/Oseania. Innenfor hver region er investeringene i hovedsak fordelt på land etter verdipapirmarkedenes relative størrelse. Fondets geografiske fordeling bestemmer implisitt fondets valutafordeling. Regionvektene er hhv. 50, 35 og 15 pst. for aksjer og 60, 35 og 5 pst. for obligasjoner. Det vil si at mer enn halvparten av kapitalen i fondet er investert i Europa. Regionvektene er et resultat av avveining av flere hensyn. Et viktig formål med den høye andelen i Europa har vært å redusere fondets valutarisiko. Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

### **2.4.2 Komiteens merknader**

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

## **2.5 Obligasjonsporteføljen**

### **2.5.1 Innledning**

De første overføringene til SPU i 1996 og 1997 ble i sin helhet investert i statsobligasjoner utstedt av noen få utviklede land. Siden den gang har aksjeandelen i fondet økt og andelen obligasjoner gått tilsvarende ned. Samtidig er obligasjonsinvesteringene blitt utvidet til å omfatte flere markeder og segmenter. Utvidelsen av fondets referanseindeks for obligasjoner gjenspeiles i antall verdipapirer i indeksen. I 2010 inngikk 11 200 verdipapirer i referanseindeksen for obligasjoner, mot i underkant av 1 000 verdipapirer i 1998.

Blant annet i lys av erfaringene fra finanskrisen har departementet ønsket en gjennomgang av avkastnings- og risikoegenskapene til ulike deler av obligasjonsmarkedet for å vurdere forvaltningen av disse investeringene på nytt. Obligasjonsmarkedet er nærmere beskrevet i boks 2.8.

Gjennomgangen av obligasjonsforvaltningen følger også opp Meld. St. 10 (2009–2010), der departementet drøftet behovet for å vurdere fondets referanseindeks for obligasjoner i lys av svakheter ved dagens indeks, og spørsmålet om å inkludere eksponering mot systematiske risikofaktorer i fondets referanseindekser.

Departementet har engasjert to eksterne eksperter, professor Stephen Schaefer og konsulent Jörg Behrens (heretter forkortet SB), til å utrede problemstillinger knyttet til systematiske risikofaktorer i obligasjonsmarkedet. Deres rapport (heretter omtalt som SB-rapporten) er tilgjengelig på departementets internettside ([www.regjeringen.no/spf](http://www.regjeringen.no/spf)). Videre har departementet mottatt råd og vurderinger knyttet til fondets obligasjonsinvesteringer fra Norges Bank, jf. brev til departementet 6. juli 2010 og 18. mars 2011. Departementet har også mottatt en omfattende rapport med bakgrunnsinformasjon fra Norges Bank som er lagt ut på departementets internettside.

Det vises til meldingen, der det gis en gjennomgang av avkastning og risiko i ulike deler av markedet. Deretter beskrives sammensetningen av dagens referanseindeks for obligasjoner i SPU, rådene fra Norges Bank og SB og departementets vurderinger.

### **2.5.2 Komiteens merknader**

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

## **3. Investeringsstrategien for SPN**

### **3.1 Innledning**

#### **3.1.1 Sammenheng**

##### **3.1.1.1 SÆRTREKK VED FONDET OG MARKEDSPLASSEN**

Grunnkapitalen i SPN stammer fra overskudd på trygderegnskapene etter innføringen av folketrygden i 1967 og fram til slutten av 1970-tallet. Den formelle organiseringen av SPN ble endret fra 2008 ved at en synliggjorde skillet mellom formuesmassen SPN og Folketrygdfondet som forvalter av denne formuesmassen. Kapitalen ble plassert som innskudd i Folketrygdfondet, som forvalter midlene i eget navn og etter et eget mandat fastsatt av departementet. Avkastningen av midlene i SPN overføres ikke til statskassen, men legges løpende til kapitalen.

Hoveddelen av midlene i SPN er plassert i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet. Fondets særtrekk, slik som størrelse og langsiktighet, skiller SPN fra mange andre investorer i det norske markedet. Størrelse gir visse fordeler, blant annet muligheten til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. Samtidig medfører fondets dominerende størrelse i det norske markedet visse begrensninger når det gjelder muligheten til å foreta store skift i porteføljens sammensetning over kort tid. Det norske markedet kjennetegnes for øvrig av lav likviditet i aksjene til flere selskaper, noe som forsterker utfordringene knyttet til å gjennomføre porteføljetilpasninger.



### 3.1.1.2 INVESTERINGSSTRATEGIEN

Utgangspunktet for forvaltningen av SPN er fondets investeringsstrategi, slik denne kommer til uttrykk gjennom referanseindeksen som er fastsatt av departementet. 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 to geografiske regioner, Norge (85 pst.) og Norden for øvrig utenom Island (15 pst.). Departementet har valgt Oslo Børs som leverandør av de to aksjeindeksene, mens Barclays Capital er valgt som leverandør av referanseindeksene for obligasjonsinvesteringene. I mandatet for SPN er det gitt en nærmere beskrivelse av sammenstillingen av fondets referanseindeks.

Folketrygdfondet har innenfor visse rammer anledning til å avvike fra referanseindeksen med sikte på å skape meravkastning (aktiv forvaltning). Departementet har i mandatet for SPN satt en ramme for avvik på 3 pst. per år målt ved forventet relativ volatilitet, jf. omtalen i avsnitt 5.2.4 i meldingen. Denne rammen har ligget fast siden 2008, etter at den ble nedjustert fra 3,5 pst. i 2007. Før omdanningen av Folketrygdfondet til særlovselskap i 2008 ble rammen for forventet relativ volatilitet fastsatt av styret i Folketrygdfondet.

Forventet relativ volatilitet er et statistisk mål på risiko, som gir uttrykk for hvor mye avkastningsforskjellen mellom de faktiske investeringene og referanseindeksen forventes å variere. Under visse statistiske forutsetninger, og gitt at Folketrygdfondet utnytter denne rammen fullt ut, betyr rammen på 3 pst. at avkastningsforskjellen mellom de faktiske investeringene og referanseindeksen forventes å være mindre enn 3 prosentpoeng i to av tre år. Forskjellen forventes å være mindre enn 6 prosentpoeng i 19 av 20 år og mindre enn 9 prosentpoeng i 99 av 100 år.

### 3.1.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

## 3.2 Evaluering av aktiv forvaltning i SPN

### 3.2.1 Sammendrag

I forbindelse med fjorårets evaluering av den aktive forvaltningen i SPU ble Folketrygdfondet bedt om å vurdere relevansen for SPN av de eksterne rapportene som departementet mottok i den forbindelse. Folketrygdfondet kommenterte disse rapportene i brev til departementet i januar 2010. Folketrygdfondet ga uttrykk for at aktiv forvaltning av SPN også framover vil være den beste måten å skape merverdier på, jf. Meld. St. 10 (2009–2010). I fjorårets melding varslet departementet at en ville komme nær-

mere tilbake med vurderinger av den aktive forvaltningen i SPN.

Som en del av arbeidet med å vurdere den aktive forvaltningen i SPN har departementet innhentet tre eksterne rapporter. MSCI Barra har på oppdrag fra departementet gjennomført en analyse av resultatene i SPN, mens professor Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole har kommet med vurderinger av grunnlaget for aktiv forvaltning framover. Videre har Folketrygdfondet i brev til departementet utdypet sine tidligere vurderinger av den aktive forvaltningen i SPN og lagt fram en plan for aktiv forvaltning. De eksterne rapportene er lagt ut på departementets internettside ([www.regjeringen.no/spf](http://www.regjeringen.no/spf)). Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

### 3.2.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

## 4. Oppfølging av forvaltningen

### 4.1 Resultater i forvaltningen

#### 4.1.1 Resultatutviklingen i SPU

##### SAMMENDRAG

##### *Utvikling i markedsverdi*

Ved utgangen av 2010 var markedsverdien til SPU 3 077 mrd. kroner før forvaltningskostnadene for 2010 var trukket fra, jf. figur 4.1. Dette var en økning på 437 mrd. kroner fra året før. Økningen i fondskapitalen skyldes først og fremst tilførsel av nye midler og at fondet oppnådde god avkastning på investeringene, jf. figur 4.2. Samlet for årene 1996–2010 er fondet tilført 2 508 mrd. kroner før fradrag for forvaltningskostnader, mens den totale avkastningen målt i fondets valutakurv i samme periode tilsvarte 746 mrd. kroner. En sterkere kronekurs reduserte isolert sett fondets verdier med 160 mrd. kroner, men dette påvirker ikke fondets internasjonale kjøpekraft. Samlede forvaltningskostnader i perioden 1996–2010 var 16 mrd. kroner.

Økningen i aksjeandelen fra 40 til 60 pst., sammen med sterk vekst i fondskapitalen, har økt fondets eierandeler i aksjemarkedene. Med fortsatt betydelig tilførsel av kapital til fondet vil eierandelene i aksjemarkedene fortsette å øke. Ved utgangen av 2010 var fondets eierandeler i selskapene som inngår i referanseindeksen for aksjer (FTSE All Cap) i gjennomsnitt om lag 1 pst. Eierandelen i obligasjonsmarkedene økte noe i 2010, men har totalt sett falt de siste årene. Den viktigste årsaken til det er at obligasjonsandelen i fondet er redusert fra 60 til 40 pst. I tillegg har størrelsen på obligasjonsmarkedet økt, blant annet på grunn av økt lånebehov i mange land under finanskrisen.

### *Den økonomiske og finansielle utviklingen*

Den økonomiske veksten tok seg opp gjennom 2010. Særlig gjaldt dette Asia, men også Amerika hadde en god utvikling. I Europa var bildet mer blandet. Noen land, som Sverige og Tyskland, hadde høy vekst, mens andre land hadde svak eller negativ vekst. Utviklingen i Europa var preget av utfordringer knyttet til stor gjeld og finansiering av budsjettunderskudd. Særlig gjaldt dette Hellas og Irland, men til dels også Portugal og Spania. Det har vært usikkerhet om virkningen på euroen dersom et av medlemslandene i eurosonen skulle få betalingsvansker, og omfanget av den økonomiske støtten fra de andre landene i en slik situasjon. Denne usikkerheten påvirket det globale aksjemarkedet i første halvår 2010. I mai 2010 kom EU og IMF til enighet om en krisepakke på totalt 750 mrd. euro, noe som reduserte usikkerheten. Fra sensommeren i fjor var utviklingen i de globale aksjemarkedene positiv.

I mange land har inflasjonen økt gjennom 2010. Likevel har mange land holdt styringsrentene uendret på et meget lavt nivå av frykt for at veksten i økonomien skulle falle dersom stimulansene ble trappet ned. Obligasjonsrentene fulgte i stor grad utviklingen i aksjemarkedet. Gjennom første halvår av 2010 falt rentene, og ga høy avkastning for obligasjoner. Utover høsten snudde dette, og rentene økte. Ved inngangen til 2011 var rentene på 10 års statsobligasjoner i USA, Japan og i de viktigste EU-landene noe lavere enn ved inngangen til 2010.

### *Avkastning*

Samlet sett var avkastningen på SPUs referanseindeks 8,57 pst. i 2010, målt i referanseindeksens valutasammensetning (valutakurven). Avkastningen på referanseindeksen for aksjeinvesteringene var 12,61 pst., og avkastningen på referanseindeksen for obligasjonsinvesteringene var 2,58 pst.

Avkastningen på fondet var 9,62 pst. i 2010. Høy avkastning de siste to årene bidrar til at gjennomsnittlig avkastning for fondet siden 1998 nå er i overkant av 5 pst., opp fra i underkant av 3 pst. i 2008.

Avkastningen på fondets aksjeportefølje var høy i 2010, mens avkastningen i obligasjonsporteføljen var noe lavere. I perioden fra 1998 til 2010 har obligasjonsporteføljen hatt en høyere samlet avkastning enn aksjeporteføljen. I denne perioden har store deler av verdensøkonomien vært gjennom to resesjoner hvor aksjekursene har falt betydelig, først etter at IT-boblen sprakk i 2000 og deretter da finanskrisen inntraff i 2008. I samme periode har rentene på obligasjoner med lang løpetid falt, noe som har vært positivt for avkastningen på obligasjonsporteføljen.

Samlet brutto meravkastning i fondet (før forvaltningskostnader) var 1,06 prosentpoeng i 2010. Dette skyldtes 0,73 prosentpoeng meravkastning i

aksjeporteføljen og 1,53 prosentpoeng meravkastning i obligasjonsporteføljen. Ifølge Norges Bank kom om lag to tredeler av meravkastningen fra internt forvaltede midler, mens resten kom fra ekstern forvaltning. Fondets investeringer i råvarebaserte aksjer og finansaksjer ga høyere avkastning enn referanseindeksene, mens investeringer i teknologiaksjer utviklet seg svakere. I obligasjonsporteføljen var de største bidragsyterne til meravkastningen investeringene i amerikanske panteobligasjoner og europeiske selskapsobligasjoner. Fondet tjente også på at beholdningen av statsgjeld fra flere søreuropeiske land var lavere enn i referanseindeksen.

Departementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning på om lag 1/4 pst. i gjennomsnitt over tid. Som en tilnærming skal dette måles ved brutto meravkastning, jf. Meld. St. 10 (2009–2010). Den betydelige mindreavkastningen i 2008 førte til at fondet hadde en mindreavkastning for hele perioden fra 1998 til 2008 sett under ett. De gode resultatene i den aktive forvaltningen i 2009 og 2010 bidro imidlertid til å øke den gjennomsnittlige årlige brutto meravkastningen, som ved utgangen av 2010 var 0,31 prosentpoeng, altså noe i overkant av målet på 1/4 pst. For perioden 1998–2010 har departementet beregnet brutto meravkastning for fondet totalt til om lag 50 mrd. kroner.

For å følge utviklingen i fondets kjøpekraft måler man realavkastningen, det vil si den nominelle avkastningen justert for generell prisstigning. Prisstigningen måles ved samme landfordeling som valutakurven. Realavkastningen i 2010 var 7,57 pst., mens årlig gjennomsnittlig realavkastning i perioden fra 1997 til 2010 var 3,33 pst. Dette er en økning på om lag 1,8 prosentpoeng siden utgangen av 2008.

Utviklingen i referanseindeksene har svært stor betydning for totalavkastningen til fondet. Den aktive forvaltningen har gitt et betydningsfullt, men mindre bidrag til totalavkastningen. Dette viser at det i denne perioden har vært beslutningene knyttet til fondets aktivaallokering som har betydd mest for avkastningen i fondet, og ikke beslutninger knyttet til aktiv forvaltning.

### *Risiko*

Risikoen knyttet til en investering blir ofte målt ved standardavviket til investeringens avkastning. Standardavviket er et mål på hvor mye avkastningen svinger. Standardavviket til totalavkastningen i SPU er avhengig av standardavvikene til aksje- og obligasjonsavkastningen, hvor stor andel av fondet som består av aksjer i forhold til obligasjoner, samt hvordan avkastningen for aksjer og obligasjoner samvarierer.

Svingningene øker gjerne i perioder med stor usikkerhet i økonomien, slik som under finanskrisen

i 2008. Samvariasjonen mellom avkastningen til aksje- og obligasjonsindeksen har også en tendens til å endre seg vesentlig i krisetider. Figur 4.11 i meldingen viser samvariasjonen mellom indeksene i perioden fra 1998–2010, målt ved korrelasjonen. Korrelasjon lik 1 tilsier at avkastningene beveger seg perfekt i takt, korrelasjon nær null betyr at avkastningene beveger seg uavhengig av hverandre, mens negativ korrelasjon betyr at avkastningene beveger seg i motsatt retning. Figuren viser at korrelasjonen økte betydelig under finanskrisen.

Som følge av økningen av aksjeandelen fra 40 til 60 pst. var det forventet at standardavviket til totalindeksen ville øke. Økningen i standardavviket som fant sted fra høsten 2007 var et resultat både av økt aksjeandel, økt standardavvik i aksje- og obligasjonsindeksene og økt samvariasjon mellom aksje- og obligasjonsindeksene. Ved utgangen av 2010 var både samvariasjonen og standardavvikene tilbake på gjennomsnittlige nivåer for perioden 1998–2010. Det kan derfor antas at standardavviket til totalindeksen ved utgangen av 2010 var nært opptil det som vil være et nytt gjennomsnittsnivå som følge av oppvektingen av aksjer. Man må regne med at det vil kunne bli store svingninger i standardavviket til referanseindeksen for fondet også i framtiden.

Norges Banks aktive forvaltning gjør at avkastningen i den faktiske porteføljen avviker fra avkastningen i referanseindeksen. Standardavviket til denne differanseavkastningen – enten mer- eller mindreavkastning – er et mål på risikoen i den aktive forvaltningen, og betegnes relativ volatilitet. Relativ volatilitet kan beregnes i etterkant (realisert relativ volatilitet) eller i forkant (forventet relativ volatilitet) av investeringsperioden. I mandatet som departementet har fastsatt for forvaltningen av SPU, stilles det krav om at banken skal investere fondets midler med sikte på at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 1 pst. Den forventede relative volatiliteten er et modellberegnet estimat på hvor store svingningene framover kan bli. Siden dette er et estimat, vil det kunne forekomme at den realiserede meravkastningen blir større enn 1 pst. uten at dette er et brudd på rammen. Dersom dette skjer ofte, tyder det imidlertid på svakheter ved selve beregningsmodellen. Figur 4.12 viser utviklingen i realisert relativ volatilitet for henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljene, og for fondet samlet. Figuren viser at de faktiske svingningene i differanseavkastningen til fondet var store under finanskrisen, men at de gjennom 2010 ble markert mindre. Ved inngangen til 2011 var realisert relativ volatilitet godt under 1 pst.

Norges Banks aktive forvaltning innebærer at risikoen i den faktiske porteføljen vil kunne øke noe i forhold til referanseindeksen. Figur 4.13 viser utviklingen i standardavviket til den faktiske porte-

føljen og til referanseindeksen. Figuren viser at meseparten av tiden har risikoen i den faktiske porteføljen vært om lag lik risikoen i referanseindeksen. Et unntak var under finanskrisen da risikoen var høyere i fondet enn i indeksen, noe som i stor grad skyldtes deler av fondets obligasjonsinvesteringer. Hoveddelen av disse obligasjonsinvesteringene var ved utgangen av 2010 ikke lenger i porteføljen. Figuren viser at det i all hovedsak er risikoen i referanseindeksen som er avgjørende for risikoen i fondet, og at den aktive forvaltningen kun gir et mindre bidrag.

Både aksjeporteføljen og obligasjonsporteføljen har eksponeringer mot systematiske risikofaktorer. Figur 4.14 i meldingen viser aksjeporteføljens anslåtte eksponering mot noen slike faktorer. Den indikerer at aksjeporteføljen hadde en større eksponering mot små selskaper enn referanseindeksen gjennom hele 2010, mens eksponeringen mot de andre systematiske risikofaktorene var både mindre og mer varierende. Meldingens figur 4.15 viser eksponeringen mot systematiske risikofaktorer i obligasjonsporteføljen. Figuren antyder at obligasjonsporteføljen gjennom 2010 var investert i obligasjoner med noe kortere gjennomsnittlig løpetid enn obligasjonene i referanseindeksen, og at porteføljen var overvektet mot valutaer med et høyt rentenivå. I tillegg var en større del av porteføljen investert i obligasjoner med lav kredittkvalitet enn det som følger av referanseindeksen.

En måte å ramme inn den aktive forvaltningen på, er å begrense hvor stor andel av verdipapirene i porteføljen som kan være ulike verdipapirene i referanseindeksen. Sammenfallet for henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen til SPU har vært om lag uendret for aksjeporteføljen de siste årene, og ligger i overkant av 80 pst.

Til sammenlikning har det vært en betydelig økning i graden av sammenfall i obligasjonsporteføljen i etterkant av finanskrisen. I obligasjonsporteføljen blir et verdipapir vurdert å være sammenfallende med et verdipapir i referanseindeksen dersom de er utstedt av samme låntaker. Ved utgangen av 2010 var sammenfallet i overkant av 75 pst.

I forvaltningen av SPU har Norges Bank mulighet til å eie opp til 10 pst. av ett enkelt selskap. Ved utgangen av 2010 var fondets største eierandel 9,1 pst. i Hong Kong-noterte China Water Affairs Group. Fondet hadde eierandel på over 5 pst. i totalt 17 selskaper.

I tillegg til risikoen som er beskrevet i dette avsnittet vil det være risiko for at det gjøres feil i forvaltningen av SPU som fører til et økonomisk tap eller tap av omdømme. Denne typen risiko kalles operasjonell risiko og er omtalt i avsnitt 4.2.1 i meldingen.

### *Kostnader*

I henhold til mandatet som Finansdepartementet har gitt Norges Bank, får banken dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en øvre grense, som for 2010 var satt til 0,10 pst. (10 basispunkter) av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. I tillegg godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Forvaltningskostnadene utenom avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjorde 1 973 mill. kroner i 2010. Det er en økning på i overkant av 8 pst. i forhold til 2009. Gjennom året økte også fondets størrelse, slik at kostnadene målt som andel av forvaltet kapital falt fra 7,8 basispunkter i 2009 til 7,0 basispunkter i 2010. Forvaltningskostnadene utenom avkastningsavhengige honorarer er dermed godt innenfor den øvre grensen. Medregnet avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjorde kostnadene 2 959 mill. kroner, eller om lag 10,5 basispunkter av forvaltet kapital. Det er en reduksjon på 3,5 basispunkter siden 2009. Hovedårsaken til reduksjonen er at meravkastningen fra de eksterne forvalterne er lavere i 2010 enn i 2009.

Målt i kroner har forvaltningskostnadene for SPU økt betydelig. Målt i forhold til forvaltet kapital har de samlede forvaltningskostnadene holdt seg relativt stabile. Kostnader kan deles i faste og variable kostnader. De variable kostnadene vil normalt stige i takt med kapitalen i fondet. Dette gjelder for eksempel kostnader knyttet til depottjenester og til transaksjoner. Andre kostnader bærer mer preg av å være uavhengige av kapitalen i fondet. For eksempel doubles ikke nødvendigvis antall forvaltere dersom kapitalen doubles. Når verdien av fondet øker, burde derfor totalkostnadene målt i basispunkter av fondets kapital isolert sett bli redusert. Økt kompleksitet i forvaltningen kan imidlertid trekke i motsatt retning. Referanseindeksen til SPU har gjennomgått betydelige endringer siden oppstarten i 1996, blant annet ved innføring av aksjer i framvoksende markeder, inkludering av selskapsobligasjoner og oppbygging av en eiendomsportefølje. Dette er aktivklasser som er mer kostbare å forvalte enn aksjer eller statsobligasjoner i utviklede markeder. I tillegg medfører den økte kompleksiteten i forvaltningen at overvåkings- og kontrollfunksjonene i Norges Bank må styrkes. Framover vil trolig de økte investeringene i eiendom medføre at kostnadene vil stige noe.

CEM Benchmarking Inc. har sammenliknet fondets kostnader med kostnadene til sammenliknbare fond. Sammenlikningen viser at kostnadene i SPU er noe lavere enn gjennomsnittet for de andre fondene. Hovedårsaken til dette er at SPU har en lav andel ekstern forvaltning samt at den interne forvaltningen i Norges Bank er relativt kostnadseffektiv.

### *Miljørelaterte investeringer*

I 2009 ble det etablert et program innenfor SPU rettet mot miljørelaterte investeringsmuligheter. Investeringene gjøres innenfor samme regelverk som for fondets øvrige investeringer i aksjer og obligasjoner.

Departementet har i mandatet for forvaltningen av SPU fastsatt særskilte rapporteringskrav for de miljørelaterte investeringene som innebærer at Norges Bank skal gi en særskilt redegjørelse for miljørelaterte investeringer i årsrapporten om forvaltningen av SPU.

Tall fra Norges Bank viser at de miljørelaterte investeringene ved utgangen av 2010 utgjorde 25,7 mrd. kroner, en økning fra 7,3 mrd. kroner året før. Dette er en langt raskere opptrapping enn opprinnelig lagt til grunn.

Investeringene gjøres ved at Norges Bank tildeler mandater til interne og eksterne forvaltere. Antallet miljørelaterte mandater (forvaltningsoppdrag) økte fra fire ved utgangen av 2009 til ni ved utgangen av 2010. Tre av mandatene gjaldt investeringer innen vannforvaltning. Dette kan være investeringer i selskaper som utvikler teknologi for å øke kvaliteten på vann eller utvikler infrastruktur for å rense og distribuere vann. Ytterligere tre av mandatene omfatter investeringer innen miljøteknologi som kan bidra til å effektivisere energiforbruk eller begrense miljøskadelige utslipp. De siste tre mandatene omfatter investeringer innen ren energi, som kan gjelde selskaper som produserer fornybar energi eller utvikler utstyr til produksjon av fornybar energi.

Miljøinvesteringene vil i all hovedsak være investeringer i aksjer som allerede inngår i SPUs referanseindeks. Slike investeringer vil medføre at fondet gjennom aktiv forvaltning velger å overvekte enkelte selskaper relativt til selskapets vekt i referanseindeksen. Investeringene under miljøprogrammet kommer dermed i tillegg til de investeringene som ville kommet i de samme selskapene ved mekanisk å følge fondets referanseindeks. Miljøbidraget fra en slik overvekt vil være vanskelig å måle.

Det ble opprinnelig lagt til grunn at det samlede beløpet for både miljøprogrammet og et eventuelt investeringsprogram rettet mot framvoksende markeder kunne bli på om lag 20 mrd. kroner investert over en femårsperiode, jf. St.meld. nr. 20 (2008–2009).

Departementets arbeid med å vurdere et investeringsprogram rettet mot framvoksende markeder er omtalt i meldingens kapittel 2.4. Det legges ikke opp til å etablere et slikt program nå. Ambisjonene for omfanget av miljørettede investeringer har imidlertid økt i takt med at en har lyktes med å bygge opp denne aktiviteten raskere enn det en først så for seg.

Investeringene rettet mot miljø er en del av Norges Banks aktive forvaltning. Omfanget av slike investeringer vil derfor kunne variere over tid, etter hvert som avtalene med noen forvaltere sies opp mens andre kommer til. Det er derfor naturlig at det ønskede omfanget av investeringene uttrykkes som et intervall som banken normalt skal holde seg innenfor. Departementet legger opp til at investeringene rettet mot miljø normalt skal være i intervallet 20–30 mrd. kroner. Disse investeringene vil dermed få et større omfang enn det en opprinnelig så for seg for de to programmene samlet.

#### *Vurdering av resultatene i SPU*

Departementet er godt tilfreds med resultatene som er oppnådd i 2010. Departementet er også fornøyd med resultatene som er oppnådd i den aktive forvaltningen over tid.

#### **Komiteens merknader**

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

#### RISIKO

Komiteens medlemmer fra Framskrittspartiet, Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre viser til at fondets risikomål i dag er bygget opp rundt relativ avkastning, altså risikoen for at avkastningen i SPU avviker for mye fra markedsavkastningen. Disse medlemmer mener at dette risikomålet er viktig for å følge opp fondets forvalter, men at det for fondets eiere, det norske folk, er vel så relevant å betrakte risikomål for fondets absolutte avkastning.

Disse medlemmer har merket seg at Norges Bank i sin strategi for NBIM av 15. desember 2010 legger større vekt på fondets absolutte avkastning. Disse medlemmer vil be regjeringen vurdere å innføre hensiktsmessige retningslinjer som også tar høyde for kontroll av fondets absolutte avkastning.

#### KOSTNADER

Disse medlemmer 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. Disse medlemmer vil likevel påpeke at det er avgjørende for tilliten til en kostnadseffektiv forvaltning at departementet stiller

strengt krav til kostnadskontroll, særlig når forvaltningen skjer i en monopolsituasjon.

#### MILJØRELATERTE INVESTERINGER

Disse medlemmer 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 fritta en organisasjon med en tydelig skepsis til å forvalte øremerkede investeringer fra dette, og gi mer motiverte miljøer muligheten til å rendyrke 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.

#### **4.1.2 Resultatutviklingen i SPN**

##### SAMMENDRAG

##### *Utvikling i markedsverdi*

Markedsverdien til SPN var 135 mrd. kroner ved utgangen av 2010, om lag 18 mrd. kroner mer enn ved inngangen til året. Økningen er et resultat av god avkastning i fondet.

Kapitalen i SPN er investert i Norge og Norden. SPN er en av de største investorene på Oslo Børs. Ved utgangen av 2010 utgjorde den norske aksjeforføljen til SPN om lag 9 pst. av verdien av referan-

seindeksen. Tilsvarende tall for de andre nordiske børsene er om lag 0,3 pst. Obligasjonsindeksene til SPN dekker kun en del av det totale obligasjonsmarkedet i Norge og Norden. Dersom Folketrygdfondet skulle investere kun i de obligasjonene som er inkludert i indeksene, ville SPN eid i overkant av 6 pst. av obligasjonene i den norske indeksen og i underkant av 0,2 pst. av obligasjonene i den nordiske indeksen. For å oppnå bedre resultater benytter Folketrygdfondet muligheten de har gjennom aktiv forvaltning til å investere store deler av porteføljen i verdipapirer som ikke inngår i indeksene.

### *Den økonomiske og finansielle utviklingen*

Den økonomiske veksten i Norden var relativt god i 2010 i forhold til andre europeiske land. De nordiske aksjemarkedene har delvis fulgt de store trendene i det globale aksjemarkedet gjennom 2010, men har gjennomgående hatt en noe mer positiv utvikling. Best har det danske aksjemarkedet vært med en avkastning på om lag 37 pst.

Inflasjonen i alle de nordiske landene har hatt en stigende tendens i 2010. Konsumprisindeksen i Sverige steg om lag 2,3 pst. i forhold til nivået ved utgangen av 2009, mens konsumprisindeksen i de øvrige landene steg mellom 2,8 og 3,0 pst. Til tross for tiltagende økonomisk vekst og økende inflasjon i de nordiske landene, er det kun i Sverige at styringsrenten er blitt endret i vesentlig grad, med en oppgang på 1,0 prosentpoeng. Rentene på obligasjoner med lang løpetid i de nordiske landene fulgte i stor grad utviklingen til rentene i det globale obligasjonsmarkedet, og falt gjennom første halvår av 2010 for deretter å stige utover høsten. Ved utgangen av 2010 var rentene på 10 års statsobligasjoner noe lavere enn ved inngangen til året i alle de nordiske landene.

### *Avkastning*

Samlet sett var avkastningen på SPNs referanseindeks 14,71 pst. i 2010, målt i norske kroner. Avkastningen til henholdsvis den norske og den nordiske aksjeindeksen var 18,35 pst. og 29,67 pst., mens avkastningen til den norske og nordiske obligasjonsindeksen var henholdsvis 6,68 pst. og 3,11 pst., målt i norske kroner.

Avkastningen av fondet i 2010 ble 15,27 pst. Høy avkastning de siste to årene har medført at gjennomsnittlig avkastning for fondet siden 1998 nå er i overkant av 7,0 pst., opp fra om lag 4,2 pst. i 2008.

Begge aksjeforføljerne og den norske obligasjonsporteføljen oppnådde god totalavkastning i 2010, mens den nordiske obligasjonsporteføljen hadde noe lavere avkastning. I perioden fra 1998 til 2010 har den norske aksjeforføljen hatt høyere avkastning enn den norske obligasjonsporteføljen.

Samlet brutto meravkastning i SPN var 0,56 prosentpoeng i 2010. Dette var et resultat av meravkastning i obligasjonsporteføljene og den norske aksjeforføljen, mens den nordiske aksjeforføljen hadde mindreavkastning. Ifølge Folketrygdfondet er den viktigste årsaken til meravkastningen i den norske aksjeforføljen valg av enkeltaksjer innenfor industribransjen, mens mindreavkastningen i den nordiske aksjeforføljen skyldes aksjevalgene innen finans-, energi- og telekom-bransjene. I den norske obligasjonsporteføljen skyldtes en betydelig del av meravkastningen en annen eksponering mot kredittobligasjoner enn den som følger av referanseindeksen. I den nordiske obligasjonsporteføljen var overvekten i ansvarlig lånekapital et av de viktigste bidragene til meravkastningen.

Folketrygdfondet har i sin plan for den aktive forvaltningen i SPN gitt uttrykk for at de forventer å oppnå en meravkastning i den aktive forvaltningen av SPN på om lag 0,4 prosentpoeng før kostnader over tid, jf. omtalen i kapittel 3.2 i denne meldingen. Ved utgangen av 2010 var den annualiserte meravkastningen 0,46 prosentpoeng, dvs. noe i overkant av forventningen. Målt i kroner utgjør brutto meravkastning i perioden 1998–2010 i underkant av 4 mrd. kroner.

Realavkastningen etter kostnader i 2010 var 12,4 pst., mens årlig gjennomsnittlig realavkastning i perioden fra 1997 til 2010 var 4,8 pst. Dette er en økning i gjennomsnittlig realavkastning på om lag 2,5 prosentpoeng siden utgangen av 2008.

I perioden 1998–2010 har den aktive forvaltningen av SPN gitt et betydningsfullt bidrag til totalavkastningen, men det er utviklingen i referanseindeksene som har hatt mest å si for totalavkastningen. Dette viser at det i denne perioden har vært beslutningene rundt aktivaallokeringen som har vært viktigst for avkastningen i fondet, og ikke beslutninger knyttet til aktiv forvaltning.

### *Risiko*

Svingningene i avkastningen er betydelig større i aksjeindeksen enn i obligasjonsindeksen til SPN, og at standardavvikene varierer betydelig over tid. I desember 2006 ble kontolånsordningen avvirket. Dette medførte at kapitalen i fondet ble halvert samtidig som aksjeandelen økte. Fra januar 2007 kunne fondet investere 50 pst. av fondet i aksjer, basert på kostpris. I januar 2008 ble dette økt til 60 pst., men da basert på markedsverdi. På bakgrunn av økningen i aksjeandelen var det forventet at standardavviket til totalindeksen ville øke. Den faktiske økningen som fant sted fra høsten 2007 skyldtes imidlertid også økt standardavvik i aksje- og obligasjonsindeksene og noe økt samvariasjon mellom aksjer og obligasjoner. Ved utgangen av 2010 var både samvariasjonen og

standardavvikene tilbake på nivåer som er noe under gjennomsnittene siden 1998. Det kan derfor antas at standardavviket til totalindeksen ved utgangen av 2010 var i nærheten eller endog noe i underkant av det som vil være et nytt normalnivå.

I mandatet som departementet har fastsatt for forvaltningen av SPN er det stilt krav om at Folketrygdfondet skal investere fondets midler med sikte på at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 3 pst. De faktiske svingningene til meravkastningen var store under finanskrisen, men har i hele tidsperioden fra 1998 til 2010 vært under 3 pst. Ved inngangen til 2011 var realisert relativ volatilitet om lag 1 pst.

Den aktive forvaltningen Folketrygdfondet foretar betyr ikke nødvendigvis at totalrisikoen i den faktiske porteføljen blir større enn risikoen i referanseindeksen. Folketrygdfondet kan for eksempel velge å ta store posisjoner i selskaper hvor aksjeverdien normalt svinger mindre enn markedet, og ikke å investere i selskaper der aksjeverdiene normalt svinger mye. I tillegg kan fondet oppnå bedre risikospredning ved å investere i aksjer og obligasjoner som ikke inngår i indeksen. Det er dermed mulig å oppnå lavere svingninger i verdien til den faktiske porteføljen enn i referanseindeksen. Risikoen i den faktiske porteføljen i store deler av tiden har vært noe lavere enn risikoen i referanseindeksen, og dette har spesielt gjort seg gjeldende i perioder der svingningene i markedet har økt. I all hovedsak er det referanseindeksen som er avgjørende for risikoen i fondet, men den aktive forvaltningen i perioder har bidratt til å redusere totalrisikoen noe.

Både aksjeporteføljene og obligasjonsporteføljene er eksponert mot systematiske risikofaktorer som påvirker risiko og avkastning til de ulike investeringene. Se avsnitt 3.2.2 i meldingen for en gjennomgang av hvilke eksponeringer mot systematiske risikofaktorer som den aktive forvaltningen av SPN har medført.

I løpet av et år vil som regel flere selskaper bli lagt til eller slettet fra aksjeindeksene til SPN. I den norske aksjeporteføljen medfører dette at Folketrygdfondet må kjøpe eller selge store aksjeposter dersom de ikke ønsker å avvike fra indeksen. For å unngå å påvirke prisen på aksjene vil man normalt spre kjøp eller salg over tid. På det tidspunktet endringen i referanseindeksen inntreffer vil derfor sammenfallet mellom referanseindeksen og porteføljen bli redusert, for så gradvis å øke fram til handelen er gjennomført. Figur 4.29 viser utviklingen i graden av sammenfall for aksjeporteføljen til SPN. Ved utgangen av 2010 var det faktiske sammenfallet i den norske aksjeporteføljen i overkant av 87 pst., mens sam-

menfallet i den nordiske aksjeporteføljen var om lag 83 pst.

I forvaltningen av fondet har Folketrygdfondet mulighet til å eie opp til 15 pst. av et norsk selskap, og opp til 5 pst. av et selskap i de øvrige nordiske landene. Ved utgangen av 2010 var fondets største eierandel i et norsk selskap 10,9 pst., mens største eierandel i et nordisk selskap var 1,4 pst.

#### *Kostnader*

I henhold til mandatet som Finansdepartementet har gitt til Folketrygdfondet skal Folketrygdfondet få dekket de faktiske forvaltningskostnadene inntil en øvre grense som settes som et kronebeløp.

Forvaltningskostnadene utgjorde 90,9 mill. kroner i 2010, godt innenfor den øvre rammen på 110,7 millioner kroner. Årsaken til mindreforbruket er knyttet til at implementering av nye styringssystemer er blitt forskjøvet til 2011. Målt som andel av gjennomsnittlig kapital til forvaltning var kostnadene om lag 7,6 basispunkter i 2010.

Både kronemessig og målt som andel av kapital til forvaltning har kostnadene økt betydelig de siste fire årene. I løpet av disse årene har det skjedd store endringer i forvaltningen av SPN. I forbindelse med avviklingen av kontolånsordningen i desember 2006 ble kapitalen i SPN redusert med i overkant av 100 mrd. kroner, uten at kostnadene ble redusert. Aksjeandelen ble også økt fra i underkant av 20 pst. i 2006 til en strategisk vekt på 60 pst. i 2008. I 2008 ble også Folketrygdfondet omdannet til et særlovs-selskap og det ble stilt betydelig strengere krav til styring og kontroll av risiko og rapportering. Dette medførte at Folketrygdfondet måtte foreta betydelig investeringer på systemsiden, samt øke antall årsverk innen disse områdene for å tilfredsstille de nye kravene.

CEM Benchmarking Inv. har sammenlignet fondets kostnader mot kostnadene til sammenlignbare fond og kommet til at kostnadene i SPN er lavere enn gjennomsnittet for de andre fondene. Den viktigste årsaken til de lave kostnadene er at SPN kun har intern forvaltning, som gjennomgående er rimeligere enn ekstern forvaltning.

#### *Vurdering av resultatene i SPN*

Departementet er tilfreds med resultatene som er oppnådd i 2010. Departementet er også fornøyd med de resultatene som er oppnådd i den aktive forvaltningen.

#### *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

## 4.2 Oppfølgingen av rammeverket for forvaltningen

### 4.2.1 Operasjonell risiko i forvaltningen av SPU

#### SAMMENDRAG

Operasjonell risiko kan defineres som risikoen for økonomiske tap eller tap av omdømme som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil, eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i fondet. I motsetning til andre hovedkategorier risiko, slik som markedsrisiko, kredittrisiko og likviditetsrisiko, knyttes det ingen forventet avkastning til operasjonell risiko.

Departementet har i mandatet for forvaltningen av SPU stilt krav til styring, måling og kontroll av operasjonell risiko. Videre har departementet i forskrift om risikostyring og internkontroll i Norges Bank stilt generelle og overordnede krav til risikostyringen og kontrollen knyttet til bankens virksomhet. Norges Banks hovedstyre har på bakgrunn av disse kravene fastsatt risikostyringsprinsipper for kapitalforvaltningsenheten Norges Bank Investment Management (NBIM), som i tråd med disse prinsippene har etablert et rammeverk for internkontroll og styring av operasjonell risiko. Rammeverket analyserer operasjonell risiko i form av feil eller uønskede hendelser. Hver mulige uønskede hendelse gis en sannsynlighet og en beskrivelse av konsekvensen dersom den inntreffer. Banken legger vekt på å vurdere:

- iboende risiko, som er den underliggende risikoen virksomheten har før iverksettelse av tiltak og kontroller som kan redusere risikoen,
- nåværende risiko, som er risikonivået etter kontroller og tiltak, og
- forventet framtidig risiko, som er risikonivået dersom ytterligere tiltak iverksettes.

I Norges Banks årsrapport om forvaltningen av SPU for 2010 er det gjort nærmere rede for hvordan dette rammeverket anvendes i styringen av operasjonell risiko i forvaltningen av fondet. Styringen innebærer å avdekke mulige risikofaktorer som kan føre til tap, og anslå sannsynligheter for og konsekvenser av mulige uønskede hendelser. Banken søker systematisk å identifisere, vurdere og redusere operasjonell risiko i alle ledd i forvaltningen. Dersom en enkelt risikofaktor eller det totale nåværende risikonivået anslås å være utenfor de rammer som er fastsatt av Norges Banks hovedstyre, iverksettes ytterligere tiltak for å redusere den forventede framtidige risikoen.

Norges Bank vil løpende identifisere feil eller uønskede hendelser i forvaltningen. Det legges derfor stor vekt på å forbedre interne prosesser, slik at

sannsynligheten for feil blir så lav som mulig. Banken vil generelt søke å redusere risikoen for uønskede hendelser til et så lavt nivå som hensiktsmessig, basert på en avveining mellom forventet nytte av ytterligere risikoreducerende tiltak og kostnadene ved å iverksette tiltakene.

Hovedstyret i Norges Bank har fastsatt en risikotoleranse for operasjonell risiko som innebærer at den finansielle konsekvensen av alle uønskede hendelser i løpet av et normalår skal være godt under 500 mill. kroner, målt som et bruttotall (dvs. at det summerer både gevinster og tap). De totale finansielle konsekvensene ventes å utgjøre 200–300 mill. kroner som et årlig gjennomsnitt, noe som tilsvarer om lag ett øre per hundre kroner under forvaltning.

I 2010 hadde NBIM totalt 320 uønskede hendelser i forvaltningen av SPU. De anslåtte finansielle konsekvensene av disse hendelsene var på brutto 38 mill. kroner, hvorav 24 mill. kroner utgjorde tap og 14 mill. kroner var gevinster. Tekniske feil og brudd på eller feil i interne prosesser, rutiner og prosedyrer forklarer til sammen mer enn to tredjedeler av hendelsene.

Det var i banken fem mindre brudd på departementets retningslinjer for forvaltningen av fondet. Bruddene var knyttet til at banken ved en feil ble sittende med verdipapirer fra selskaper som var utelukket fra fondets investeringsunivers. Banken viser til at alle feilene ble raskt oppdaget og rettet opp.

Departementet vil peke på at kapitalforvaltning er en kompleks virksomhet som stiller høye krav til spesialistkompetanse og styringssystemer. Dette gjelder særlig forvaltningen av et så stort fond som Statens pensjonsfond. I store, komplekse virksomheter må en påregne at det løpende vil bli identifisert feil som kan påføre virksomheten tap (eller gevinst). Departementet har merket seg at Norges Bank har etablert et omfattende system for å identifisere, vurdere og rapportere om den operasjonelle risikoen i forvaltningen, og at det arbeides systematisk med sikte på å redusere risikonivået i forvaltningen til et så lavt nivå som hensiktsmessig. Departementet legger til grunn at banken i styringen av den operasjonelle risikoen avveier hensynet til å holde sannsynligheten for uønskede hendelser så lav som mulig mot kostnadene som påløper som følge av økt kontrollvirksomhet. Etter departementets vurdering er det verken hensiktsmessig eller mulig å legge opp forvaltningen av SPU med sikte på nulltoleranse for feil. Det er likevel viktig at risikostyringen i forvaltningen løpende videreutvikles i takt med fondets størrelse og kompleksitet.

Departementet viser for øvrig til at det i fjorårets melding ble gjort rede for en ekstern gjennomgang av risikostyringen i SPU. Gjennomgangen ble utført som et attestasjonsoppdrag gitt av Norges Banks



representantskap til bankens eksterne revisor, og omfattet blant annet rammeverket for styring av operasjonell risiko. I rapporten ble det konkludert med at banken i det alt vesentligste hadde utformet og implementert et rammeverk for styring av operasjonell risiko som er i tråd med anerkjente standarder. Gjennomgangen avdekket samtidig noen mindre avvik knyttet til styringen av operasjonell risiko, jf. Meld. St. 10 (2009–2010). Departementet er tilfreds med at disse avvikene er rettet opp, eller er i ferd med å bli rettet opp, jf. rapport til Stortinget for 2010 fra Norges Banks representantskap av 6. april 2011.

#### **Komiteens merknader**

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

#### **4.2.2 Bruk av eksterne forvaltere i forvaltningen av SPU**

##### SAMMENDRAG

Departementet har tidligere varslet at det vil bli gitt en bred omtale av bruken av eksterne forvaltere i forvaltningen av SPU, slik at Stortinget gis anledning til å drøfte spørsmålet om bruk av eksterne forvaltere og honorarer til disse i en bredere sammenheng. Det vises i den forbindelse til at det stortingsoppnevnte Representantskapet, etter innspill fra departementet og ved hjelp av bankens eksterne revisor, har foretatt en uavhengig gjennomgang av den eksterne forvaltningen i SPU. Rapporten fra bankens eksterne revisor er nærmere beskrevet i Representantskapets rapport til Stortinget av 6. april 2011. Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

#### **Komiteens merknader**

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

#### **4.2.3 Uavhengig gjennomgang av tilførsel av midler mv. i SPU**

##### SAMMENDRAG

Som del av Norges Banks representantskaps tilsynsvirksomhet er det, etter innspill fra departementet og ved hjelp av bankens eksterne revisor, foretatt en uavhengig gjennomgang av rammeverket for risikostyring og kontroll knyttet til tilførsel av midler til SPU og eksponering mot referanseindeksen. Det er også vurdert om banken har fulgt opp anbefalingene i den tidligere Ernst & Young-rapporten som er relevante for tilførsel av midler og eksponering mot referanseindeksen, jf. St.meld. nr. 16 (2007–2008).

Revisors gjennomgang viser at Norges Bank har utformet og implementert et rammeverk for styring og kontroll av tilførsel av midler og eksponering mot referanseindeksen som i det alt vesentligste er i sam-

svar med anerkjente og relevante standarder. Videre konkluderer revisor med at banken i det alt vesentligste har implementert de relevante anbefalingene fra den tidligere Ernst & Young-rapporten.

I Representantskapets rapport til Stortinget av 6. april 2011 er det gitt en nærmere omtale av revisors gjennomgang.

#### **Komiteens merknader**

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

#### **4.2.4 Attestasjonsuttalelse vedrørende Folketrygdfondets forvaltning av SPN**

##### SAMMENDRAG

Folketrygdfondet forestår forvaltningen av SPN på vegne av og etter retningslinjer fastsatt av departementet. Som del av oppfølgingen av Folketrygdfondets forvaltning er det gjennom oppdragsavtalen med revisor etablert en ordning med såkalte attestasjonsoppdrag. Det er lagt til grunn at attestasjonsoppdraget for 2010 skal dekke både Folketrygdfondets internkontrollsystem og Folketrygdfondets overholdelse av retningslinjer, jf. omtale av metodikken i et attestasjonsoppdrag i Nasjonalbudsjettet 2011.

Revisor har i sin attestasjonsuttalelse for 2010 konkludert med at en ikke har fått kjennskap til forhold som gir grunn til å anta at Folketrygdfondets internkontrollsystem ikke i det alt vesentligste er i samsvar med internasjonalt anbefalt praksis. Samtidig pekes det på at beste praksis er i løpende utvikling og at Folketrygdfondet bør videreutvikle sin egen metodikk for risikostyring og intern kontroll i tråd med utviklingen denne praksis. Spesielt avdekket den globale finanskrisen at håndteringen av kreditt- og motpartsrisiko har blitt en stadig større utfordring for alle kapitalforvaltere. Dette innebærer at en må etablere prosesser som skal identifisere ledende praksis internasjonalt i alle deler av organisasjonen og strekke seg mot dette.

Når det gjelder Folketrygdfondets overholdelse av retningslinjer, konkluderer revisor med at de ikke har fått kjennskap til forhold som gir grunn til å anta at det er vesentlige brudd på bestemmelser gitt i lov om Folketrygdfondet samt forskrift, utfyllende retningslinjer og forvaltningsavtale fastsatt av Finansdepartementet.

Attestasjonsuttalelsen fra revisor er gjort tilgjengelig på departementets internettside ([www.regjeringen.no/spf](http://www.regjeringen.no/spf)).

#### **Komiteens merknader**

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

#### 4.2.5 *Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis*

##### SAMMENDRAG

I forvaltningen av Statens pensjonsfond har man over tid utviklet en bred tilnærming til ansvarlig investeringspraksis. SPU og SPN forvaltes i medhold av etiske prinsipper og basert på en forståelse av at fondenes avkastning over tid avhenger av god selskapsstyring og velfungerende markeder. I takt med den internasjonale utviklingen på området har både Norges Bank og Folketrygdfondet utvidet eierskapsarbeidet samtidig som man søker større grad av samspill mellom eierskapsarbeid og porteføljeforvaltning. Dette handler blant annet om at faktorer som ofte ikke er blitt sett på som direkte finansielt relevante, for eksempel miljømessige og samfunnsmessige faktorer, likevel skal kunne vektlegges fordi de kan påvirke verdiutviklingen i et langsiktig perspektiv.

I mars 2010 innførte Finansdepartementet nye retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis for forvaltningen av SPU. Disse retningslinjene retter seg delvis mot Norges Bank og delvis mot Etikkrådet for SPU. Introduksjonen av nye retningslinjer er et ledd i departementets oppfølging av resultatene av evalueringen av de etiske retningslinjene for SPU av 2004. Finansdepartementet la i etterkant av evalueringen opp til en mer helhetlig strategi for SPUs ansvarlige investeringspraksis. Arbeidet omfatter nå hovedområdene:

- internasjonalt samarbeid og bidrag til utvikling av beste praksis,
- målrettet miljøinvesteringsprogram,
- forskning og utredning,
- eierskapsutøvelse,
- observasjon av selskaper, og
- utelukkelse av selskaper.

Både Finansdepartementet, Norges Bank, Folketrygdfondet og Etikkrådet for SPU engasjerer seg i den internasjonale debatten knyttet til ansvarlig investeringspraksis og samarbeider med andre aktører for å bidra til utvikling av beste praksis innenfor sine områder.

Departementet har i 2010 blant annet deltatt i en arbeidsgruppe i regi av World Economic Forum. Arbeidsgruppen har utarbeidet en rapport om bærekraftig investeringspraksis langs hele investeringskjeden fra kapitaleier til selskap. Rapporten er nærmere beskrevet i boks 4.2 i meldingen.

Eierskapsarbeidet er fortsatt et sentralt virkemiddel i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis for Statens pensjonsfond. Utøvelsen av eierrettigheter for SPU og SPN bygger på en felles plattform av internasjonalt anerkjente prinsipper. Samtidig er vir-

kemidlene som brukes i dette arbeidet noe forskjellige i lys av fondenes ulike størrelse og investeringsstrategi. Utelukkelse av selskaper er et virkemiddel forbeholdt særlige tilfeller, og en siste utvei etter at man har vurdert selskapets vilje og evne til å bedre praksis. Dette er primært et virkemiddel for SPU i tråd med retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU.

I dette kapitlet rapporterer departementet om hovedpunktene i eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet og arbeidet i Etikkrådet i 2010.

Departementets deltakelse i forskningsprosjekt om klimaendringers virkning på kapitalmarkedene og arbeidet med et målrettet miljøinvesteringsprogram er nærmere omtalt i kapittel 2.2 og kapittel 4.1.

##### *Eierskapsutøvelse*

Grunnprinsippene for eierskapsutøvelsen er de samme for SPU og SPN, jf. boks 4.3. 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 avsnittene 4.3.2 og 4.3.3 nedenfor.

##### *Utelukkelse og observasjon av selskaper*

Etter retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU av mars 2010 skal selskaper utelukkes fra fondet dersom de produserer nærmere angitte produkter. Selskaper kan også utelukkes dersom de blir ansett å medvirke til eller selv er ansvarlig for grovt uetisk atferd slik dette er definert i retningslinjene. Finansdepartementet har siden 2002 utelukket 52 selskaper etter kriteriene i retningslinjene for observasjon og utelukkelse på bakgrunn av tilrådinger fra Etikkrådet for SPU. Departementet har videre satt ett selskap til observasjon i medhold av de samme retningslinjene.

Nordiske selskaper (utenom Norge) inngår i investeringsuniverset for både SPU og SPN. Finansdepartementet har lagt til grunn at slike selskaper utelukkes fra begge fond dersom departementet fatter en beslutning om å utelukke et selskap. Dette går fram av St.meld. nr. 24 (2006–2007) og av mandat for forvaltningen av SPN § 3-6. Finansdepartementet har på denne bakgrunn besluttet å utelukke ett selskap fra SPN.

Etikkrådets arbeid knyttet til retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU er beskrevet nærmere i avsnitt 4.4.4 nedenfor.

##### *Virkemiddelbruk*

En bærebjelke i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis er å bidra til at selskaper drives på en god og bærekraftig måte, noe som på lengre sikt også

kan påvirke samfunnsøkonomisk utvikling og fondets avkastning. Virkemidlene man har til disposisjon i forvaltningen av SPU og SPN skal anvendes med dette for øye.

Departementet introduserte i 2010 observasjon som et nytt virkemiddel i SPUs ansvarlige investeringspraksis. Gjennom observasjon kan man gi signaler til et selskap om sterk bekymring over en situasjon samtidig som man anser at det kan være mulighet for endring i positiv retning. Dette gir mer bredde i virkemiddelbruken og åpner for en mer gradert reaksjon enn det et rent uttrekk gjør.

Formålet med å utelukke selskaper er å unngå investeringer i selskaper som bidrar til grovt uetisk aktivitet. Når et selskap utelukkes fra SPUs investeringsunivers kan dette gi et signal om hva som anses som etisk minstemål i en gitt situasjon, men samtidig vil ikke uttrekk i seg selv bidra til å forbedre situasjonen for miljø eller mennesker som er skadelidende. Observasjon handler om å overvåke en situasjon hvor det er potensial for positiv utvikling. Dette virkemiddelet vil typisk kunne egne seg i tilfeller der det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, om utviklingen framover i tid, eller der det av andre grunner finnes hensiktsmessig. Målet med å bruke et slikt virkemiddel vil være å bidra til bedret selskapspraksis.

Det er slått fast i retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU at departementet skal gjøre en vurdering av om andre virkemidler kan være egnet til å redusere risikoen for grovt uetisk aktivitet, før man ev. beslutter å utelukke et selskap. Etikkrådet kan i medhold av de samme retningslinjene anbefale at et selskap settes til observasjon.

Selv om virkemiddelbruken for SPU er utvidet, vil det fortsatt være mange problematiske situasjoner som ikke adresseres. Fondet eier en liten andel i mange av verdens børsnoterte selskaper – om lag 8 500 – og det er da ikke mulig fullt ut å sikre seg mot at SPU er investert i selskaper som det av ulike grunner vil kunne reises kritikk mot. En viktig styrke ved retningslinjene for ansvarlig investeringspraksis ligger i at de gjennomføres på en forutsigbar og troverdig måte over tid. Dette innebærer at Norges Bank og Etikkrådet må gis tilstrekkelig tid til å gjennomføre prosesser og vurderinger i aktuelle saker, herunder at selskapene gis mulighet til å komme med sin versjon av saken, eller til å iverksette nødvendige tiltak. For å gi størst mulig rom for gode og forutsigbare prosesser, har departementet nedfelt bestemmelser om informasjonsutveksling og koordinering mellom Norges Bank og Etikkrådet i Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU.

Det vises til nærmere redegjørelse i meldingen.

### Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

Komiteens medlem fra Kristelig Folkeparti 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.

Dette medlem viser til eget forslag om dette i kap. 7 nedenfor.

Dette medlem viser til Dokument 8:22 S (2009–2010) fremmet av representanter fra Kristelig Folkeparti. Her vises det til at Statens pensjonsfond utland, som verdens desidert største institusjonelt eide globale investeringsfond, har et stort ansvar for å opptre etisk ansvarlig.

Dette medlem er derfor tilfreds med at de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond utland har bred politisk oppslutning. Det synes imidlertid å være et behov for å styrke ressursinnsatsen ytterligere når det gjelder oppfølgingen av retningslinjene. Fondet har økt betydelig over tid, både i størrelse og i antall markeder og selskaper som inngår i investeringsuniverset. Det vil også bli introdusert nye investeringsmuligheter, gjennom et eget fond for miljøinvesteringer og et mulig fond for investeringer i bærekraftig vekst i framvoksende markeder, hvor de sosialt ansvarlige egenskapene ved investeringene er en av premissene for at programmene i det hele tatt ble foreslått. Det synes åpenbart at det er behov for å styrke ressursene til etikkarbeidet, også for å kunne kontrollere at disse ambisjonene faktisk nås.

Dette medlem viser til at flere saker den senere tid har medført et til dels kritisk søkelys på fondets etiske profil. Det gjelder for eksempel:

- Investeringer i selskaper som er engasjert i svært miljøskadelig oljesandutvinning.
- Investeringer i selskaper som henter ut naturressurser fra okkuperte områder, uten at dette kommer lokalbefolkningen til gode (Vest-Sahara), i områder med et særdeles undertrykkende regime (Burma), eller i andre områder hvor grunnleggende menneskerettigheter åpenbart ikke respekteres av stridende parter (Kongo).
- Investering i selskaper som er involvert i grove miljøødeleggelser, som ødeleggende nedhugst av regnskog som undergraver regjeringens regnskogssatsing.

Dette medlem understreker at av hensyn til fondets og Norges internasjonale omdømme er det viktig at slike saker får en grundig og seriøs vurdering, med utgangspunkt i ambisjonene om sosialt

ansvarlige investeringer (miljø, utvikling m.m.). Med en så stor, og økende, kompleks portefølje, synes det mer enn tvilsomt om dagens bemanning av Etikkrådet er tilstrekkelig til å ivareta dette hensynet.

Dette medlem mener at Finansdepartementet bør vurdere grundig hvilket økt ressursbehov som er til stede i kommende år for å sikre at de etiske retningslinjene faktisk blir fulgt opp på en måte som kan ivareta Norges ambisjon som verdensledende også når det gjelder etikkarbeid i kapitalforvaltningen. Dette medlem viser til at Kristelig Folkeparti i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett 2011 fremmer forslag om å øke bevilgningen til Etikkrådets arbeid med 2 mill. kroner.

Dette medlem vil på denne bakgrunn fremme følgende forslag:

«I

Stortinget ber regjeringen foreta en grundig vurdering av hvilke ressurser som etikkarbeidet i Statens pensjonsfond utland vil kreve de nærmeste år, gitt meget høye ambisjoner om oppfølging av de etiske retningslinjene, og orientere Stortinget om dette på egnet måte.

II

Stortinget ber regjeringen i statsbudsjettet for 2012 fremme forslag om økte ressurser til etikkarbeidet i Statens pensjonsfond utland.»

## 5. Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen

### 5.1 Sammendrag

Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond gitt Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av fondet. Samtidig forutsetter loven at den operasjonelle forvaltningen skal ivaretas av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet, jf. lovens § 2. Departementet har fastsatt bestemmelser for Norges Banks og Folketrygdfondets forvaltning av henholdsvis SPU og SPN i egne mandater. Mandatene beskriver de overordnede investeringsrammene i form av referanseindekser og rammer for forvaltningen, og de inneholder bestemmelser om risikostyring, rapportering og ansvarlig investeringspraksis. Mandatene er rammepregede og prinsippbaserte, og forutsetter at Norges Bank og Folketrygdfondet fastsetter mer detaljerte interne regler.

Lov om Statens pensjonsfond og mandatene fastsatt av departementet definerer det overordnede rammeverket for forvaltningen av de to delene av Statens pensjonsfond. Rammeverket er tilgjengelig på departementets internettside ([www.regjeringen.no/spf](http://www.regjeringen.no/spf)), mens utfyllende regler fastsatt av hovedstyret i Nor-

ges Bank er tilgjengelig på bankens internettside ([www.nbim.no](http://www.nbim.no)). Utfyllende regler fastsatt av styret i Folketrygdfondet vil bli offentliggjort på deres internettside ([www.fff.no](http://www.fff.no)) i tråd med overgangsbestemmelsene i det nye mandatet for SPN.

Styringsmodellen for Statens pensjonsfond er basert på en klar ansvars- og rolledeling mellom eier og forvalter. Modellen tar utgangspunkt i at den formelle organiseringen av forvaltningen og beslutninger som er med å fastlegge det samlede risikonivået i fondet, er forankret i Stortinget. Den viktigste forankringen skjer gjennom behandlingen av den årlige meldingen om Statens pensjonsfond, der Stortinget gis anledning til å drøfte viktige sider ved forvaltningen av fondet i en bredere sammenheng. På grunnlag av Stortingets behandling fastsetter departementet overordnede rammer og bestemmelser om forvaltningen. Disse fylles ut med mer detaljerte rammer og regler på de ulike beslutningsnivåene nedover i styringskjeden. Styringsmodellen innebærer at hoveddelen av risikoen i fondet i praksis er bestemt gjennom behandlingen i Stortinget, mens det er relativt liten grad av delegering til forvalter av beslutninger som påvirker det samlede risikonivået i fondet.

I fjorårets melding ble det gitt en bred redegjørelse for systemet for oppfølging av forvaltningen av Statens pensjonsfond, herunder ansvars- og rolledelingen mellom de ulike organene som fører tilsyn og kontroll med fondet, jf. Meld. St. 10 (2009–2010) kapittel 4. Det framgikk av denne redegjørelsen at det stortingsoppnevnte representantskapet har et generelt ansvar for å føre tilsyn med Norges Banks virksomhet, herunder forvaltningen av SPU. Representantskapet velger bankens eksterne revisor som reviderer bankens finansielle rapportering og organiserer et eget sekretariat som utfører løpende tilsynsoppgaver. Som en del av arbeidet med å styrke tilsynsfunksjonen til representantskapet er det også innført et system med regelmessige, uavhengige gjennomganger av bankens forvaltning, såkalte attestasjonsoppdrag. Departementet har i den forbindelse etablert en dialog med representantskapet slik at det kan gis innspill til revisjons- og tilsynsprogrammene for å sikre at departementets oppfølgingsbehov overfor SPU blir ivaretatt, jf. Ot.prp. nr. 58 (2008–2009). Det er for øvrig lovfestet at representantskapet nå skal avgi en årlig uttalelse direkte til Stortinget om tilsynet med bankens drift, jf. Prop. 101 L (2009–2010).

Stortinget har tidligere uttalt at det deler departementets oppfatning om at Norges Bank må ha en viss grad av frihet i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget, og at løpende detaljstyring fra departementet verken er mulig eller ønskelig, jf. Innst. S. nr. 277 (2008–2009) og Innst. 373 S (2009–2010). Videre har Stortinget nå presisert sitt syn på arbeidsdelingen mellom de ulike organene som fører tilsyn med for-

valtningen av Statens pensjonsfond, jf. Innst. 138 S (2010–2011):

«Komiteen legger til grunn den arbeidsdelingen som følger av bestemmelsene i pensjonsfondsloven og sentralbankloven, samt Stortingets behandling av fjorårets melding om pensjonsfondet. Det innebærer at Riksrevisjonen skal påse at Finansdepartementet forvalter fondet i tråd med Stortingets forutsetninger og vedtak, mens representantskapet, basert på arbeidet til ekstern revisor, skal påse at Norges Banks forvaltning skjer innenfor de retningslinjer departementet har trukket opp. Bankens internrevisjon påser at interne retningslinjer gitt av hovedstyret innenfor bankens mandat følges opp.»

og Innst. 246 S (2010–2011):

«(...) Komiteen viser til at Norges Banks representantskap har oppnevnt ekstern revisor for å ivareta revisjonen av bankens anliggender.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet og Venstre, mener det ikke er nødvendig at Riksrevisjonen utover dette foretar en kontroll av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland.»

Departementet legger etter dette til grunn at det nå er bred politisk enighet om ansvars- og rolledelingen når det gjelder oppfølgingen av forvaltningen av SPU, herunder ansvars- og rolledelingen mellom de ulike organene som fører tilsyn og kontroll med fondet.

Departementet arbeider løpende med å videreutvikle rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond i tråd med ledende praksis internasjonalt. Det er samtidig 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 Meld. St. 10 (2009–2010) ble det gjort rede for en rekke tiltak som er gjennomført for å styrke kontrollen og tilsynet med forvaltningen av fondet, som et bredt flertall på Stortinget har sluttet seg til. Sentrale tiltak som nylig er gjennomført er styrking av tilsynsfunksjonen til Norges Banks representantskap, innføring av ny revisjonsordning for Norges Bank, fastsettelse av ny forskrift om risikostyring og internkontroll i Norges Bank, fastsettelse av ny forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank og fastsettelse av nye mandater for forvaltningen av SPU og SPN. Departementet mener derfor det er viktig at tiltakene som nå er iverksatt får tid til å virke, før en eventuelt foretar store endringer i rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond.

I fjorårets melding om forvaltningen av Statens pensjonsfond ble det varslet at en ville vurdere om Finanskriseutvalgets resultater og vurderinger bør få betydning for forvaltningen av fondet. Finanskriseutvalget la fram sin utredning 25. januar 2011 som

NOU 2011:1 Bedre rustet mot finanskriser. Utvalget kommer ikke med konkrete anbefalinger når det gjelder rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond, men peker på at det i en makroøkonomisk sammenheng er viktig at SPU inneholder en tilstrekkelig mengde likvide aktiva, jf. utredningens kapittel 12. Det pekes også på ulike forhold som kan være relevante for forvaltningen av fondet, og det trekkes lærdommer fra finanskrisen, jf. boks 5.1. Departementet vil ta med seg utvalgets vurderinger og synspunkter i det videre arbeidet med å videreutvikle rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Det vises i meldingen for nærmere redegjørelse for nye regler for SPU og SPN.

## 5.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet og Venstre viser til Stortingets tidligere behandling av bl.a. Dokument nr. 8:69 (2008–2009) og Ot.prp. nr. 58 (2008–2009) hvor det framgår at disse medlemmer var i mot at revisjon av Norges Bank – og dermed forvaltningen av Statens Pensjonsfond Utland – ble underlagt en ekstern revisor.

Disse medlemmer mente den gang at det ville både være bedre og mer naturlig at dette var et oppdrag som burde utføres av Riksrevisjonen. Disse medlemmer viser i så måte til brev fra Riksrevisjonen til Stortinget datert 15. mai 2009 hvor det framgår at Riksrevisjonen mener at Stortinget bør velge Riksrevisjonen som ekstern revisor for Norges Bank. Riksrevisjonen argumenterer også med at en slik løsning vil utfylle og forsterke Riksrevisjonens tilsynsansvar av Norges Bank og bidra til økt mulighet for Stortinget til å kontrollere at bankens virksomhet utøves i samsvar med Stortingets vedtak og forutsetninger.

Disse medlemmer mener fortsatt at en slik løsning samlet gir det beste grunnlag for demokratisk kontroll med bankens disposisjoner og bidrar til en ryddigere arbeidsfordeling mellom de organer som skal føre tilsyn og kontroll med Norges Bank, men tar til etterretning at stortingsflertallet er av en annen oppfatning. Disse medlemmer tar derfor ingen omkamp i denne omgang, men viser til Innst. 246 S (2010–2011) Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statlige selskaper for 2009 som ble behandlet i Stortinget 21. mars i år, hvor kontroll- og konstitusjonskomiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet og Venstre påpeker det faktum at Riksrevisjonen etter lov om Riksrevisjonen § 9 har revisjonsansvaret for alle statlige fond uavhengig av om fondene har egne eksterne revisorer. Riksrevisjonens kontroll med fondene går lengre og omfatter blant annet eier-

departementets forvaltning, styring, kontroll og oppfølging av fondet. Disse medlemmer finner grunn til å presisere at det faktum at stortingsflertallet har valgt at revisjon av Norges Bank skal utføres av eksterne revisor ikke endrer de lovpålagte oppgavene til Riksrevisjonen.

## 6. Temaartikkel: Simulert realverdiutvikling av SPU 20 år fram i tid

### 6.1 Sammendrag

I Meld. St. 10 (2009–2010) presenterte departementet oppdaterte anslag for langsiktig realavkastning, risiko (volatilitet) og korrelasjoner for globale porteføljer av aksjer, obligasjoner og eiendom. Disse anslagene ble brukt til å simulere utviklingen i realverdien av SPU over en 15-årsperiode. Simuleringen viste forventet verdiutvikling, samt usikkerheten rundt denne i form av konfidensintervaller.

Simuleringen tok imidlertid ikke hensyn til netto tilførsler til fondet fra overskuddet på statsbudsjettet. Disse tilførselene ventes å være betydelige også i årene som kommer, selv om de vil falle som andel av fondsverdien. I Nasjonalbudsjettet 2011 ble for eksempel netto tilførsel til fondet anslått til 153 mrd. kroner, eller rundt 5 pst. av fondets verdi. Den løpende tilførselen vil derfor gi en sterkere vekst i fondsverdien enn simuleringen uten tilførsel gir inntrykk av.

I denne temaartikkelen presenteres simuleringer av fondets verdiutvikling som også inkluderer forventet tilførsel til fondet. To spørsmål belyses: a) Hvor stort kan fondet ventes å bli fram til 2030, og hvor stor er usikkerheten rundt framskrivningen? b) Hvor stor blir netto tilførsel til fondet som andel av fondets verdi, og hvor usikker er denne framskrivningen? Vil fondet gå fra netto tilførsel til netto uttak, og når?

I simuleringene er det lagt til grunn at den faktiske bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet er 4 pst. av fondsverdien hvert år. Dette er konsistent med en bruk av oljeinntekter som over tid følger 4-prosentbanen til handlingsregelen. Det er imidlertid ikke tatt høyde for at handlingsregelen åpner for at den faktiske bruken av oljeinntekter i perioder kan avvike fra 4-prosentbanen, noe som representerer en viktig kilde til usikkerhet i analysen.

Simuleringene bygger på departementets langsiktige anslag for realavkastning, volatilitet og korrelasjoner, som er uendrede fra i fjor. Det understrekes at disse anslagene er ment å gjelde på svært lang sikt, og derfor ikke nødvendigvis er representative for kortere tidsrom, som for eksempel kommende 20-

årsperiode. Departementet har foreløpig ikke utarbeidet særskilte anslag for denne perioden, eller tidsvarierende anslag mer generelt, jf. diskusjon i Meld. St. 10 (2009–2010), kapittel 8. Bruken av de langsiktige anslagene i simuleringene er en annen kilde til usikkerhet i simuleringen. Det vises til omtale i meldingen.

### 6.2 Komiteens merknader

Komiteen tar temaartikkelen til orientering.

## 7. Forslag fra mindretall

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

#### *Forslag 1*

Stortinget ber regjeringen i forbindelse med neste evaluering av Statens pensjonsfond utland foreta en utredning av alternative måter å organisere fondet på, herunder spørsmålet om etablering av egen pengepolitisk komité i Norges Bank slik at hovedstyret i større grad kan konsentrere kompetansen om kapitalforvaltning eller en modell hvor forvaltningen av SPU skilles fra Norges Bank, samt om det i fortsettelsen skal være ett eller flere fond.

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

#### *Forslag 2*

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 3*

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 4*

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 Fremskrittspartiet og Kristelig Folkeparti:**

#### *Forslag 5*

Stortinget ber regjeringen i neste års melding om Statens pensjonsfond presentere mer detaljer om kostnadene forbundet med forvaltningen av SPU, inklusive detaljer om det seneste budsjettet departementet har godkjent.

### **Forslag fra Fremskrittspartiet:**

#### *Forslag 6*

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 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 eiendomsportefølge 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 investeringsportefølge grunnet rigid praksis av de etiske retningslinjene.

#### *Forslag 9*

Stortinget ber regjeringen i neste års melding legge frem en bred vurdering av hvordan ulike aspekter av SPUs forvaltning, som for eksempel de etiske

retningslinjene og den aktive forvaltningen, potensielt kan skade Norges renommé i utlandet.

#### *Forslag 10*

Stortinget ber regjeringen, før det gjøres betydelige endringer i referanseindeksen for obligasjonsdelen av SPU, legge frem for Stortinget analyser og vurderinger av konsekvensene av en slik omlegging. Analysene bør inkludere vurderinger av hvordan endringene vil påvirke risikoen og forventet avkastning i fondet (både i normale tider og i perioder med finansiell ustabilitet), hvordan det forventes at Norges Bank vil endre den faktiske porteføljen som en følge av omleggingen, forventede kostnader som vil påløpe på grunn av omleggingen og i hvilken grad det vil bli enklere eller vanskeligere for Norges Bank å oppnå meravkastning etter en eventuell omlegging.

### **Forslag fra Kristelig Folkeparti:**

#### *Forslag 11*

Stortinget ber regjeringen foreta en grundig vurdering av hvilke ressurser som etikkarbeidet i Statens pensjonsfond utland vil kreve de nærmeste år, gitt meget høye ambisjoner om oppfølging av de etiske retningslinjene, og orientere Stortinget om dette på egnet måte.

#### *Forslag 12*

Stortinget ber regjeringen i statsbudsjettet for 2012 fremme forslag om økte ressurser til etikkarbeidet i Statens pensjonsfond utland.

## **8. Komiteens tilråding**

Komiteen har for øvrig ingen merknader, viser til meldingen og rå Stortinget til å gjøre slikt

v e d t a k :

Meld. St. 15 (2010–2011) – forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 – vedlegges protokollen.

Oslo, i finanskomiteen, den 10. juni 2011

**Torgeir Micaelsen**

leder

**Jørund Rytman**

ordfører

