



Innst. 361 S

(2011–2012)

**Innstilling til Stortinget
fra finanskomiteen**

Meld. St. 17 (2011–2012)

**Innstilling fra finanskomiteen om forvaltningen av
Statens pensjonsfond i 2011**

Innhold

		Side		Side	
1.	Innledning	5	4.1.1.3	Avkastning	19
1.1	Sammendrag	5	4.1.1.4	Risiko og rammer	21
1.2	Komiteens merknader	8	4.1.1.5	Kostnader	22
2.	Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland	11	4.1.1.6	Miljørelaterte investeringer	23
2.1	Bakgrunnen for investeringsstrategien	11	4.1.1.7	Operativ referanseportefølje	24
2.1.1	Sammendrag	11	4.1.1.8	Departementets vurdering av resultatene i SPU	24
2.1.2	Komiteens merknader	11	4.2	Komiteens merknader	24
2.2	Ny strategisk referanseindeks for obligasjoner	12	4.2	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge	24
2.2.1	Sammendrag	12	4.2.1	Sammendrag	24
2.2.2	Komiteens merknader	13	4.2.1.1	Markedsutvikling	24
2.3	Ny geografisk fordeling av den strategiske referanseindeksen for aksjer	13	4.2.1.2	Markedsverdi	25
2.3.1	Sammendrag	13	4.2.1.3	Avkastning	25
2.3.2	Komiteens merknader	13	4.2.1.4	Risiko og rammer	25
2.4	Ny geografisk fordeling	14	4.2.1.5	Kostnader	26
2.4.1	Sammendrag	14	4.2.1.6	Departementets vurdering av resultatene i SPN	27
2.4.2	Komiteens merknader	14	4.2.2	Komiteens merknader	27
2.5	Rebalansering	14	4.3	Oppfølgingen av rammeverket for forvaltningen	27
2.5.1	Sammendrag	14	4.3.1	Sammendrag	27
2.5.2	Komiteens merknader	15	4.3.1.1	Eiendomsinvesteringer i SPU	27
2.6	Mulige virkninger av klimaendringer for investeringsstrategien	15	4.3.1.2	Norges Banks rammeverk for vurdering av motpartsrisiko	28
2.6.1	Sammendrag	15	4.3.1.3	Folketrygdfondets system for internkontroll og for å overholde mandatet	28
2.6.2	Komiteens merknader	16	4.3.2	Komiteens merknader	29
2.7	Enkelte temaer for videreutvikling av investeringsstrategien	16	4.4	Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis	29
2.7.1	Sammendrag	16	4.4.1	Sammendrag	29
2.7.2	Komiteens merknader	17	4.4.1.1	Innledning	29
3.	Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond Norge	17	4.4.1.2	Ansvarlig investeringsvirksomhet og eierskapsarbeid i SPU	31
3.1	Bakgrunnen for investeringsstrategien	17	4.4.1.3	Arbeidet med ansvarlig forvaltningspraksis og eierskapsarbeid i SPN	34
3.1.1	Sammendrag	17	4.4.1.4	Arbeidet med observasjon og utelukkelse av selskaper	36
3.1.2	Komiteens merknader	17	4.4.1.5	Departementets vurderinger	39
3.2	Investeringsstrategien	17	4.4.2	Komiteens merknader	39
3.2.1	Sammendrag	17	5.	Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond	42
3.2.2	Komiteens merknader	18	5.1	Innledning	42
4.	Oppfølgingen av forvaltningen	18	5.1.1	Sammendrag	42
4.1	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland	18			
4.1.1	Sammendrag	18			
4.1.1.1	Markedsutvikling	18			
4.1.1.2	Markedsverdi og tilførsel	19			

5.1.2	Komiteens merknader	42	6.1.2	Komiteens merknader	43
5.2	Nye regnskapsregler for Folketrygdfondet	42	7.	Forslag fra mindretall	43
5.2.1	Sammendrag	42	8.	Komiteens tilråding	43
5.2.2	Komiteens merknader	42	Vedlegg		44
6.	Avkastningen i aksjemarkedet	42			
6.1	Innledning	42			
6.1.1	Sammendrag	42			



Innst. 361 S

(2011–2012)

Innstilling til Stortinget fra finanskomiteen

Meld. St. 17 (2011–2012)

Innstilling fra finanskomiteen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011

Til Stortinget

1. Innledning

1.1 Sammendrag

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). De to delene av fondet forvaltes av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet innenfor mandater fastsatt av Finansdepartementet.

I denne meldingen legger Finansdepartementet fram resultater og vurderinger knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011. Samtidig legges det fram planer for videreutvikling av fondets investeringsstrategi i tråd med det som ble varslet i Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010. Det gjøres også rede for arbeidet med å utvikle rammeverket for forvaltningen.

En langsiktig og god forvaltning av landets petroleumsformue

Da regjeringen Bratteli i 1974 fremmet den første omfattende meldingen til Stortinget om innpassing av petroleumsvirksomheten i norsk økonomi, ble det satt som ambisjon at oljeinntektene i første rekke skulle nyttes til å utvikle «et kvalitativt bedre samfunn», jf. St.meld. nr. 25 (1973–1974) Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn. Det ble lagt vekt på å «unngå at resultatet bare blir en rask og ukontrollert vekst i bruken av materielle ressurser uten at samfunnet ellers blir endret».

En erkjente også tidlig at de store innbetalingene fra petroleumsvirksomheten ikke er inntekter i vanlig

forstand, men i betydelig grad har motstykke i nedbygging av en ikke-fornybar ressurs. For å sikre langsiktig balanse i økonomien var det derfor viktig å begrense bruken av statens oljeinntekter. Dette tilsa at det i perioder ville være nødvendig å investere deler av innbetalingene fra petroleumsvirksomheten utenfor Norge.

Fram til midten av 1990-tallet ble en betydelig del av innbetalingene fra petroleumsvirksomheten brukt løpende over statsbudsjettene, men også til å betale ned på statsgjelden. Statens petroleumsfond ble etablert ved lov i 1990, og den første avsetningen til fondet ble foretatt i 1996. I 2006 ble fondets navn endret til Statens pensjonsfond utland (SPU).

Utsikter til store inntekter fra petroleumssektoren og en kraftig økning i fondskapitalen fra årtusenskiftet tilsa at det ble laget retningslinjer for en langsiktig og planmessig bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet. I St.meld. nr. 29 (2000–2001) Retningslinjer for den økonomiske politikken ble handlingsregelen presentert.

Verdien av SPU er nå i samme størrelsesorden som anslaget på nåverdien av forventede innbetalinger fra petroleumssektoren i framtiden. Utvinning og salg av landets petroleumsressurser gir store løpende innbetalinger til staten. Den delen av statens løpende innbetalinger fra petroleumssektoren som ikke brukes over statsbudsjettet, investeres i finansielle eiedeler i SPU. Over tid innebærer det at statens formue blir mindre avhengig av utviklingen i olje- og gassprisene.

Erfaringene viser at vi har evnet å legge til rette for en langsiktig og god forvaltning av landets petroleumsformue slik at den kan komme både dagens og kommende generasjoner til gode. En tredjedel av den samlede verdien av statens nettoinntekter fra petroleumsvirksomheten er gjenværende petroleumsressurser på vår kontinentalsokkel, en tredjedel er plas-

sert i utlandet gjennom investeringene i SPU og den resterende tredjedelen er enten brukt løpende over statsbudsjettene eller spart på annen måte. Kapitalen i fondet utgjorde ved årsskiftet over 3 300 mrd. kroner. Regjeringen legger vekt på en trygg og langsiktig forvaltning av våre felles sparepenger, slik at vi skal kunne virkeliggjøre visjonen om et kvalitativt bedre samfunn med trygghet for den enkelte og solidaritet mellom generasjonene.

Strategien for forvaltningen av fondet er innrettet ut fra hvordan ulike investeringsvalg forventes å virke på lang sikt. Avkastningen i fondet vil avhenge av en bærekraftig utvikling globalt, både i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, og av velfungerende, legitime og effektive finansmarkeder.

Omskiftelige markeder

I 2011 var avkastningen på plasseringene i SPU -2,5 prosent før fradrag for forvaltningskostnader og målt i fondets valutakurv. Målt i norske kroner var avkastningen -1,4 prosent, men utviklingen i norske kroner påvirker ikke fondets internasjonale kjøpekraft. Norges Banks forvaltningskostnader reduserte avkastningen med 0,08 prosentenheter. Avkastningen av plasseringene i SPN var -3,9 prosent før fradrag for forvaltningskostnader. Folketrygdfondets forvaltningskostnader reduserte avkastningen med 0,08 prosentenheter.

Norges Bank oppnådde en avkastning som var 0,1 prosentenheter lavere enn referanseindeksen som forvaltningen av SPU måles mot. Folketrygdfondet oppnådde en avkastning som var 1,3 prosentenheter høyere enn referanseindeksen for SPN.

Resultatet i 2011 er preget av stor usikkerhet i finansmarkedene om vekstutsiktene for verdensøkonomien. Statsgjeldskrisen i Europa virket også negativt inn på hvor stor risiko investorene var villige til å ta. Dette ga seg særlig utslag i nedgang i det europeiske aksjemarkedet.

Siden 1998 har den årlige avkastningen av SPU variert mellom -23,3 prosent og 25,6 prosent, og avkastningen av SPN har variert mellom -25,2 prosent og 33,5 prosent. Også i den aktive forvaltningen varierer de oppnådde resultatene fra år til år. Over tid har både Norges Bank og Folketrygdfondet skapt merverdier i forvaltningen.

Resultatene understreker at vi må være forberedt på at verdien av Statens pensjonsfond varierer betydelig fra år til år. Tall fra Norges Bank viser at vi må regne med at svingninger i verdien av SPU fra ett år til det neste på 10 prosent (for tiden vel 300 mrd. kroner) vil være vanlige. Tilsvarende tall fra Folketrygdfondet viser at årlige svingninger i verdien av SPN på nærmere 17 prosent (for tiden om lag 22 mrd. kroner) vil være vanlige.

Statens pensjonsfond har høy evne til å tåle slike svingninger. Investeringsstrategien sikter ikke mot at svingningene i verdien av fondet skal bli minst mulige. En strategi med dette som formål ville gitt vesentlig lavere forventet avkastning over tid. Fondet står i liten grad overfor risikoen for at eieren må ta ut store midler på kort varsel. Dette gir fondet sterkere evne til å bære risiko enn mange andre investorer.

Siden 1997 har den årlige realavkastningen av investeringene i SPU i gjennomsnitt vært 2,7 prosent. Dette er lavere enn departementets anslag om en langsiktig realavkastning på 4 prosent, men er likevel godt innenfor den usikkerhet en må regne med. Fondets realavkastning er nærmere omtalt i kapittel 2, jf. boks 2.1 i meldingen.

Betydningen av en bredt forankret og åpen forvaltning

Det er viktig at vi evner å holde fast ved en langsiktig investeringsstrategi i perioder med uro i finansmarkedene. Høy oppslutning om hvordan Statens pensjonsfond forvaltes gir gode forutsetninger for en langsiktig forvaltning. Stortingets behandling av den årlige meldingen om Statens pensjonsfond er en del av dette.

Åpenhet er en forutsetning for at det skal være bred tillit til forvaltningen av Statens pensjonsfond. Den risikoen som tas i forvaltningen, må legges fram på en god måte. Denne meldingen, sammen med den løpende rapporteringen fra Norges Bank og Folketrygdfondet, er ment å bidra til dette.

God langsiktig forvaltning krever et kontinuerlig arbeid ...

Departementets ambisjon er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. Dette innebærer at vi må identifisere ledende praksis internasjonalt i alle deler av forvaltningen og strekke oss mot dette.

Målet med investeringene i Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig avkastning over tid, innenfor rammen av moderat risiko. Investeringsstrategien bygger på at det å ta risiko gir betalt i form av høyere forventet avkastning, en såkalt risikopremie, over tid. Departementet legger vekt på å utnytte fondets evne til å bære risiko ved å bygge på fondets særtrekk som en stor, langsiktig investor.

Statsobligasjoner regnes normalt blant de tryggeste investeringene i verden. Gjeldskrisen i enkelte europeiske land har imidlertid vist at investorene mener at utvalget av statsobligasjoner som kan fylle en slik rolle for tiden er mer begrenset enn før. Det er krevende å avdekke alle former for risiko i forkant. God spredning mellom enkeltland og regioner vil redusere fondets sårbarhet.

I Meld. St. 15 (2010–2011) konkluderte departementet med at valutarisikoen synes å være mindre enn tidligere antatt, og at det ikke lenger er grunnlag for en så vidt sterk konsentrasjon av investeringene i Europa. Det ble i meldingen også sagt at en geografisk fordeling i samsvar med markedsverdier er et naturlig utgangspunkt for sammensetning av fondets aksjeportefølje, men at hensyn som investerbarhet, konsentrasjonsrisiko og forventninger til avkastning og risiko i ulike markeder ville være andre relevante hensyn. Departementet skrev dessuten at et aktuelt spørsmål var om andelen av fondet som investeres i framvoksende markeder, burde øke mer enn det som følger av markedsutviklingen og en nedvekting av Europa.

I tråd med det vi varslet i fjor, legges det i denne meldingen fram følgende planer for endring av investeringsstrategien i SPU:

- ny referanseindeks for SPUs obligasjonsinvesteringer med BNP-vekting av statsobligasjoner og forenkling av indeksen ved at enkelte delmarkeder tas ut. Gjennomføringen av disse endringene er påbegynt. Videre legges det opp til å utvide referanseindeksen til å inkludere statsobligasjoner fra framvoksende økonomier.
- ny geografisk fordeling for SPUs aksjeinvesteringer som i større grad enn før er basert på markedsvekter. Det legges opp til å redusere andelen i Europa med om lag 10 prosentenheter. Andelen framvoksende økonomier øker med om lag 2 prosentenheter.
- det presenteres også planer for en endring i systemet for rebalansering av fondets aksjeandel.

I avsnittene 2.2-2.4 i meldingen er det redegjort for de planlagte endringene i referanseindeksen for SPUs obligasjonsinvesteringer og i den geografiske fordelingen av referanseindeksen for aksjer.

Avsnitt 2.5 i meldingen gjør rede for reglene for rebalansering av SPU. Verdien av aksje- og obligasjonsporteføljene vil utvikle seg ulikt uten at Norges Bank kjøper eller selger verdipapirer. Finansdepartementet har derfor fastsatt regler for Norges Banks forvaltning som sørger for at andelen aksjer ikke avviker for mye fra den valgte aksjeandelen på 60 prosent. Disse reglene er av betydning for den samlede risikoen i fondet. Erfaringene med fondets rebalanseringsregler er gode. De bidro blant annet til særlig store aksjeinvesteringer gjennom perioder med fallende aksjekurser på begynnelsen av 2000-tallet og under finanskrisen i 2008–2009. Samtidig er det naturlig å vurdere om reglene kan forbedres. Den nye geografiske fordelingen av fondets investeringer og endringene av obligasjonsindeksen tilsier også at rebalanseringsreglene justeres.

... basert på langsiktige vurderinger av avkastning og risiko

Fondets investeringsstrategi er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. Endringer i strategien må ses i et langsiktig perspektiv. Det er ikke ønskelig at vi gjør om på strategien raskt eller for ofte. Strategien kan ikke utformes på bakgrunn av dagsaktuelle temaer i finansmarkedene.

Departementet søker å legge til rette for en bred debatt om viktige sider ved fondets investeringsstrategi. Vesentlige endringer legges fram for Stortinget. En grundig beslutningsprosess er en styrke for investeringsstrategien. Samtidig begrenser det hvilke typer beslutninger om strategien departementet kan ta. For eksempel vil det neppe være mulig å fatte raske beslutninger om å øke eller redusere investeringene i aksjer avhengig av om de framstår som «billige» eller «dyre».

Fondets størrelse legger uansett begrensninger på muligheten til å gjøre store skift i fondets sammensetning.

Avkastningen av Statens pensjonsfond vil over tid avhenge av en bærekraftig økonomisk utvikling. Fondet skal bidra gjennom en ansvarlig investeringspraksis basert på god selskapsstyring og respekt for miljømessige og samfunnmessige sider ved investeringene. Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, herunder fondets uttrekksmekanisme og eierskapsutøvelse, er en integrert del av forvaltningen. Statens pensjonsfond er imidlertid ikke egnet til å ivareta alle typer forpliktelser, og fondet skal ikke være et instrument i utenrikspolitikken. Norske myndigheter har andre virkemidler til rådighet som ofte vil være mer målrettede enn det føringer på fondets investeringer kan være.

En god styringsstruktur er en forutsetning for en god forvaltning

I det videre arbeidet med å utvikle investeringsstrategien vil departementet legge særlig vekt på å utnytte fondets særtrekk som en stor, langsiktig investor med forholdsvis lavt likviditetsbehov. Det vil bedre forholdet mellom avkastning og risiko ytterligere.

Fondets styringsstruktur må avspeile investeringsstrategien. På noen områder vil det være nødvendig å tilpasse styringssystemet til nye investeringsformer. Et eksempel på dette er inkluderingen av eiendomsinvesteringer i SPU. For slike investeringer gir det ikke mening å skille mellom aktiv og passiv forvaltning, og beslutningene om investeringsstrategien må i større grad delegeres til forvalteren.

Samtidig må viktige beslutninger om risiko i forvaltningen forankres hos fondets eiere, representert ved departementet, regjeringen og Stortinget. Denne avveilingen er søkt ivaretatt 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 prinsippbasert og rammepreget.

Oppsummering

Omplasseringen av statens formue fra petroleumsressurser i bakken til fordringer på utlandet gjennom investeringene i SPU bidrar til bedre spredning av statens formue. Når olje og gass selges og staten investerer i aksjer og obligasjoner gjennom SPU, reduseres svingningene i den samlede formuen som består av petroleum og fondet.

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond er basert på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. En sentral forutsetning for strategien er at det forventes høyere gjennomsnittlig avkastning over tid av aksjeinvesteringer enn av investeringer i obligasjoner. Størrelsen på denne meravkastningen, eller aksjerisikopremien, er imidlertid usikker og vil variere fra tiår til tiår.

Utviklingen i perioden siden 1996 har vært spesiell. Økningen i oljeprisene har vært sterk. Avkastningen av obligasjonsinvesteringene har vært historisk høy, mens avkastningen av aksjeinvesteringene har vært lav. Samlet sett har utviklingen vært gunstig. Verdien av SPU er blitt vesentlig høyere enn det vi så for oss i 2001, da handlingsregelen ble etablert. I revidert nasjonalbudsjett for 2001 ble det anslått at SPU skulle nå en størrelse på om lag 2 100 mrd. kroner i 2010, mens den faktiske verdien ble nær 3 100 mrd. kroner. Det gjenspeiler at oljeprisen har steget markert fra 2001.

Erfaringene med forvaltningen av petroleumsformuen er så langt gode. Forvaltningen av Statens pensjonsfond er en del av dette. Ved å bygge videre på en langsiktig og god forvaltning av fondet kan vi sørge for at landets petroleumsinntekter kan komme alle generasjoner til gode.

1.2 Komiteens merknader

Komiteen, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Gunvor Eldegard, Irene Johansen, Gerd Janne Kristoffersen, Thor Lillehovde, lederen Torgeir Micaelsen, Torfinn Opheim og Dag Ole Teigen, fra Fremskrittspartiet, Ida Marie Holen, Ketil Solvik-Olsen, Kenneth Svendsen og Christian Tybring-Gjedde, fra Høyre, Gunnar Gundersen, Arve Kambe og Jan Tore Sanner, fra Sosialistisk Venstreparti, Geir-Ketil Hansen, fra Senterpartiet, Per Olaf Lundteigen, fra Kristelig Folkeparti, Hans Olav Syversen, og fra Venstre, Borghild

Tenden, tar omtalen til orientering, og viser til de respektive merknader nedenfor. Komiteen viser videre til at det 17. mars 2012 ble avholdt åpen høring som ledd i behandlingen av saken. Særskilt inviterte høringsinstanser var Finansdepartementet ved finansminister Sigbjørn Johnsen, Norges Bank ved sentralbanksjef Øystein Olsen, Norges Bank Investment Management (NBIM) ved direktør Yngve Slyngstad, Folketrygdfondet ved styreleder Erik Keiserud og direktør Olaug Svarva, samt Norges Banks representantskap ved leder Reidar Sandal. Komiteen viser til at der det er referert til figurer og tabeller i sammendragene, refereres det til figurer og tabeller i meldingen. Komiteen viser videre til brev av 10. mai 2012 fra finansminister Sigbjørn Johnsen om enkelte feil i meldingen. Brevet er vedlagt innstillingen.

Komiteen viser til meldingen som er lagt fram om forvaltningen av Statens pensjonsfond (Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN)) som inneholder resultater og vurderinger av forvaltningen i 2011 og planer for videreutvikling av fondets investeringsstrategi framover.

Dagens politikk for SPU bygger på erfaringene fra de første inntektene kom fra olje- og gassvirksomheten på 70-tallet og fram til i dag, en politikk som har fungert godt. I korte trekk forteller denne historien om framsynte politikere og tjenestemenn som la grunnlaget for at fellesskapet har kunnet ta del i inntektene fra olje- og gassutvinningen fra den første oljen ble funnet i 1969. Samtidig har det vært utvist forsiktighet i bruken av olje- og gassinntektene for å «unngå at resultatet bare blir en rask og ukontrollert vekst i bruken av materielle ressurser uten at samfunnet ellers ble endret», som det står i innledningen til meldingen. Denne politikken er videreført av flertallet på Stortinget i alle år, for å sikre at både dagens og kommende generasjoner skal kunne ta del i bruken av disse inntektene.

Statens petroleumsfond ble ikke etablert før i 1990, og første pengeoverføring ble gjort i 1996. Bakgrunnen for å etablere et slikt fond var en bred politisk enighet om at oljeinntektene ikke bare skulle brukes kortsiktig i hvert års budsjett. Man ville ta langsiktige hensyn og sikre statlige finanser på lang sikt, slik at kommende generasjoner skulle få en rimelig andel av landets oljerikdom. Samtidig var det viktig å begrense bruken av statens oljeinntekter av hensyn til konkurranseutsatt industri.

I 2001 ble det vedtatt retningslinjer for en langsiktig og planmessig bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet, Handlingsregelen, gjennom behandlingen av St.meld. nr. 29 (2000–2001) Retningslinjer for den økonomiske politikken.

I meldingens kapittel 2.2 Det langsiktige handlingsrommet i budsjettpolitikken, står det hva davæ-

rende regjering la vekt på ved etableringen av handlingsregelen:

«Regjeringen har lagt vekt på at en retningslinje for bruken av oljeinntektene som ivaretar hensynene stilt opp ovenfor, samtidig må være forholdsvis enkel og bør kunne fungere som en rettesnor i det løpende budsjettarbeidet. Et nærliggende alternativ vil være å legge opp til en bruk tilsvarende om lag den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. En politikk basert på å bruke forventet realavkastning av Petroleumsfondet sikrer at realverdien av fondet ikke reduseres. Når alle inntektene fra petroleumsvirksomheten avsettes i Petroleumsfondet og en bare bruker avkastningen, vil fondet fortsette å vokse i årene som kommer. Samtidig baseres bruken på realiserte inntektsstrømmer fra oljevirkosomheten, og ikke usikre framtidige inntekter.

Etter en samlet vurdering vil Regjeringen legge til grunn følgende som retningslinje for budsjettpolitikken:

- Det må legges stor vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet.

- Petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien. Det legges til grunn en innfasing om lag i takt med forventet realavkastning av Petroleumsfondet.»

Komiteen viser til at sitatet over viser hva det ble lagt vekt på da man fastsatte handlingsregelen for innfasing av inntekter fra olje og gass i økonomien.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre, viser til at dersom vi ser på de ti årene som er gått siden handlingsregelen ble vedtatt, mener flertallet at disse hensynene er godt ivare tatt i den politikken som har vært ført. Det har gitt oss et investeringsfond på over 3 300 mrd. ved årsskiftet, og gode inntekter til statskassen til bygging av velferdssamfunnet vi kjenner i dag, til sparing til framtidige generasjoner, og det har gitt oss muligheter til å sette inn målrettede tiltak mot den internasjonale finanskrisens virkninger i Norge.

Komiteen 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.

Komiteen viser til at 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 politiske 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.

Komiteen viser til at i 2004 ble de etiske retningslinjene for SPU innført og Etikkrådet etablert. Bruk av eierrettigheter ved eierskapsutøvelse ble et virkemiddel i tillegg til utelukkelse. I 2009 ble de etiske retningslinjene evaluert, noe som resulterte i innføringen av en mer helhetlig strategi for ansvarlig investeringspraksis i 2010.

Komiteen vil peke på at navneskiftet i 2006 til Statens pensjonsfond utland var del av en bredere pensjonsreform, og framhevet fondets rolle for å understøtte statlig sparing og finansiering av den sterke veksten i folketrygdens pensjonsutgifter i årene som kommer, og langsiktige hensyn i bruken av inntektene. Fondet er imidlertid ikke øremerket pensjoner eller andre formål. Målet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland er å oppnå høyest mulig finansiell avkastning innenfor moderat risiko. Fondet er i sin helhet investert utenlands i aksjer og obligasjoner og eiendom, noe som sikrer risikospredning og god finansiell avkastning og bidrar til å skjerme vår fastlandsøkonomi. SPU har i dag aksjer i over 8 000 selskaper verden over, og kapitalen i fondet var ved årsskiftet over 3 300 mrd. kroner.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet, 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 (SPU) 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 Fremskrittspartiet viser til at Statens pensjonsfond har det formålet å spare til kommende generasjoner slik at de også skal kunne nyte godt av petroleumsformuen, dette for å bygge nasjonen videre for landets befolkning, slik at landets nåværende og fremtidige næringsliv har gode forutsetninger for å være internasjonalt konkurransedyktig og kunne hevde seg i den globale handelen.

Disse medlemmer viser til at forvaltningen av Statens pensjonsfond utland i stor grad 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 kapitalforvaltermiljø 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 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. Disse medlemmer mener at dette bør vurderes og ses nærmere på, slik at det kommer både nåværende og kommende generasjoner til gode.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet, Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre viser til at fremvoksende markeder ble inkludert i Statens pensjonsfonds referanseindeks for aksjer første gang i år 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 anbefalingene til Utviklingsutvalget og Norfund. Disse medlemmer ønsker fortgang i denne prosessen, og ønsker at det opprettes et investeringsprogram for investeringer i fremvoksende markeder i fattige land.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen fremme forslag om å opprette et investeringsprogram innen Statens pensjonsfond utland (SPU), med samme krav til forvaltningen som andre investeringer i SPU, med formål å investere i bærekraftige bedrifter og prosjekter i fattige land og fremvoksende markeder, med en målsetting om samlet investeringsramme opp til 10 mrd. kroner.»

Komiteens medlemmer fra Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre viser til St.meld. nr. 29 (2000–2001) Retningslinjer for den økonomiske politikken. I meldingens kapittel 2.2 Det langsiktige handlingsrommet i budsjettpolitikken er det nedfelt hva regjeringen la vekt på ved etableringen av handlingsregelen:

«Det er ikke likegyldig hvordan bruken av oljeinntekter skjer. Produksjonen i Fastlands-Norge utgjør om lag 4/5 av den samlede produksjonen i norsk økonomi. Det skal derfor ikke stort inntektstap til *resten av økonomien* før den økte handlefriheten som petroleumsinntektene gir, er brukt opp. På lang sikt er det således vekstevnen i fastlandsøkonomien som bestemmer velferdsutviklingen i Norge. I en slik sammenheng er det størrelsen på og utnyttelsen av arbeidsstyrken og andre ressurser som betyr mest for den økonomiske veksten, og dermed for omfanget av de offentlige velferdsordningene. Regjeringen legger derfor vesentlig vekt på at handlingsrommet som økt bruk av oljeinntekter gir, skal brukes på en måte som også vil styrke vekstevnen til norsk økonomi. Lavere skatter og avgifter kan gi næringslivet bedre arbeidsvilkår, slik at konkurranseevnen styrkes. Tilsvarende vil tiltak for en bedret infrastruktur, samt tiltak for å bringe fram ny kunnskap gjennom forskning og utvikling, bidra til å styrke vekstevnen. Styrket vekstevne og høyere arbeidstilbud vil i seg selv trygge grunnlaget for de offentlige velferdsordningene.»

Disse medlemmer viser til at Sentrum/Høyre-regjeringen fra 2001–2005 fulgte opp denne intensjonen. Regjeringen Stoltenberg II har imidlertid forlatt målet om at oljepengene skal brukes til å styrke vekstevnen i norsk økonomi gjennom investeringer i infrastruktur, kunnskap og vekstfremmende skattelettelser.

Disse medlemmer 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. Når bruken av oljepenger øker, øker også behovet for å bruke pengene slik at det øker veksten i norsk økonomi og ikke undergraver konkurranseevnen til norsk eksportrettet næringsliv.

Sentralbanksjef Øystein Olsen la i sin årstale i februar 2011 stor vekt på gjennomføringen av hand-

lingsregelen. 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 Kristelig Folkeparti og Venstre viser til behovet for å redusere klimautslippene og mener det bør etableres et investeringsfond med formål om å investere i bedrifter og prosjekter innenfor energi- og miljøsektoren, med spesiell vekt på nyskapende og miljøvennlig energiteknologi.

Disse medlemmer fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

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

2. Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland

2.1 Bakgrunnen for investeringsstrategien

2.1.1 Sammendrag

Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og underbygge langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter. En langsiktig og trygg forvaltning av fondet bidrar til å sikre at petroleumsformuen kan komme både dagens og kommende generasjoner til gode.

Statens pensjonsfond er et instrument for generell sparing. Fondet har ikke klart definerte forpliktelser i framtiden. Siktemålet med investeringene er å oppnå en høyest mulig kjøpekraft av kapitalen i fondet innenfor et moderat nivå på risiko. En ansvarlig investeringspraksis støtter opp under dette.

2.1.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

Komiteen 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.

Komiteen påpeker at Statens pensjonsfond utland skal forvaltes slik at formuen skaper en langsiktig god avkastning som framtidige generasjoner kan få nytte av. Dette er avhengig av at man oppnår en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og samfunnsmessig forstand samt av velfungerende, legitime og effektive markeder.

Komiteen understreker fondets rolle som en ansvarlig investor og viser til at det siktes mot beste internasjonale praksis i alle deler av forvaltningen.

Komiteen viser til at SPU ligger an til å vokse betydelig i årene som kommer. Samtidig vil de løpende tilførslene til fondet etter hvert avta. Etter 2020 ligger det an til at de årlige uttakene fra fondet for å dekke det oljekorrigerede 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. 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. Komiteen vil understreke at en robust investeringsstrategi som står seg over tid derfor er 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.

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. Komiteen er enig i dette. Komiteen 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. Komiteen vil i denne sammenheng vise til at dagens investeringsstrategi, med eierskap i mange ulike næringer internasjonalt, en aktiv eierskapsutøvelse, retningslinjene for ansvarlig investeringspraksis og miljøprogrammet er en del av investeringsstrategien for fondet og således også bidrar til dette. Komiteen 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 gjennom forvaltningen av fondet og oppbygging av nye investeringsområder som f.eks. eiendom til utvikling av arbeidsplasser og kompetanse.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet, Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre vil understreke viktigheten av at Norges Bank og NBIM praktiserer stor grad av åpenhet om fondets strategier, resultater og forvaltning. Det er avgjørende å sikre god forankring for å oppnå tilslutning til måten vår felles formue spares og forvaltes på.

Disse medlemmer er tilfreds med at både Norges Bank og NBIM gradvis har blitt mer åpne om selve forvaltningen og resultater. Det er imidlertid avgjørende å ha et kontinuerlig fokus på hvordan man kan sikre åpenhet og en god dialog med storting og offentlighet.

2.2 Ny strategisk referanseindeks for obligasjoner

2.2.1 Sammen drag

Forvaltningen av obligasjonsporteføljen i Statens pensjonsfond utland (SPU) har tatt utgangspunkt i en strategisk referanseindeks som inneholder rundt 11 500 obligasjoner. Referanseindeksen har vært sammensatt av statsobligasjoner med og uten inflasjons-sikring, statsrelaterte obligasjoner, selskapsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner i til sammen 11 valutaer. Valutavektene har ligget fast med 60 prosent europeiske valutaer, 35 prosent nordamerikanske valutaer og 5 prosent valutaer fra Asia/Oseania.

Innenfor hver av de tre geografiske regionene har ulike deler av obligasjonsmarkedet, og enkeltobligasjoner, hatt en andel i indeksen tilsvarende deres andel av verdien av den samlede obligasjonsindeksen. Denne metoden kalles markedsvekting og innebærer at indeksen har hatt en like høy eierandel i alle obligasjonslån innenfor samme geografiske region.

Departementet skrev allerede i Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 at det var flere svakheter ved referanseindeksen for obligasjoner. I Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 viste departementet til at en blant annet i lys av erfaringene fra finanskrisen hadde analysert avkastnings- og risikoegenskapene til ulike deler av obligasjonsmarkedet for å vurdere forvaltningen av disse investeringene på nytt. Gjennomgangen var blant annet basert på en rapport fra professor Stephen Schaefer og konsulent Jörg Behrens som ble offentliggjort sammen med meldingen.

Analysene viste at svingningene i avkastningen i bredt sammensatte obligasjonsindekser kan forklares av utviklingen i noen få systematiske risikofaktorer. Muligheten for å spre risikoen i en portefølje av obligasjoner er derfor mer begrenset enn i en aksjeportefølje.

Departementet beskrev videre i Meld. St. 15 (2010–2011) et forslag fra Norges Bank om å forenkle referanseindeksen ved å ta ut delmarkedene statsrelaterte obligasjoner og obligasjoner med sikkerhet i pant (pantesikrede obligasjoner). Norges Bank anbefalte en referanseindeks bestående av 70 prosent statsobligasjoner og 30 prosent selskapsobligasjoner. Departementet skrev at forslaget om å forenkle referanseindeksen kunne gjennomføres uten vesentlige endringer i forventet avkastning og risiko og at en ville vurdere å gjennomføre slike endringer i løpet av 2011.

Fjorårets melding inneholdt også en ny vurdering av SPUs fordeling på geografiske regioner. SPU har til nå hatt over halvparten av kapitalen investert i europeiske aksjer, obligasjoner og eiendom. Den høye andelen i Europa har vært begrunnet med at den demper fondets valutarisiko. Ettersom Norge importerer mest fra Europa, har det vært naturlig å tenke at vi beskytter kjøpekraften til fondet mot valutarisiko ved å investere mye i europeiske markedene. I meldingen konkluderte departementet med at valutarisikoen på lang sikt synes å være mindre enn tidligere antatt. Vurderingen var at andelen investert i Europa derfor burde reduseres over tid, til fordel for større andeler i resten av verden.

Departementet skrev at en ville arbeide videre med fastsettelse av ny geografisk fordeling og at det samtidig kunne være aktuelt å begynne gjennomføring av endringer i 2011.

I denne meldingen presenteres resultatet av departementets arbeid med ny referanseindeks for obligasjonsporteføljen og konsekvenser av omleggingen for fordelingen på regioner. Departementet har lagt vekt på å tydeliggjøre formålet med de ulike delene av obligasjonsinvesteringene. Som et resultat er enkelte delmarkeder tatt ut av referanseindeksen. Den nye referanseindeksen for fondets obligasjonsinvesteringer er i stor grad i tråd med Norges Banks forslag til forenklinger, men går på enkelte punkter ikke like langt i å ta delmarkeder ut av indeksen. Endringene er omtalt i avsnitt 2.2.2. I avsnitt 2.2.3 er det redegjort for arbeidet med å vurdere prinsipper for vektingen av obligasjoner utstedt av ulike land og selskaper. Utgangspunktet for denne vurderingen har vært at vekting basert på brutto nasjonalprodukt, såkalt BNP-vekting, framstår som et naturlig alternativ til dagens markedsvekting av statsobligasjoner. For obligasjoner utstedt av selskaper har departementet lagt til grunn at markedsvekter fortsatt er det

beste utgangspunktet. Endringene i vektingsprinsipp gir en annen valutafordeling av referanseindeksen for obligasjoner og medfører blant annet at andelen europeiske obligasjoner vil bli redusert over tid.

Endringene i referanseindeksen for obligasjoner er påbegynt. Departementet har endret referanseindeksen for obligasjoner i SPU i tråd med omtalen i avsnitt 2.2.2, slik at indeksen nå har en statsdel på 70 prosent og en selskapsdel på 30 prosent. Departementet har videre startet en gradvis endring av referanseindeksen til den valutasammensetningen som følger av tilpasninger til BNP-vekter for statsdelen av indeksen og markedsvekter for selskapsdelen. Jf. omtale i avsnitt 2.2.3. I avsnitt 2.2.4 legges det opp til å inkludere framvoksende markeder i referanseindeksen for obligasjoner. Arbeidet med en slik utvidelse av referanseindeksen er ikke påbegynt. I tråd med hva som har vært praksis ved tidligere endringer i referanseindeksen, vil departementet orientere nærmere om gjennomføringen etter at endringene er gjennomført.

I avsnitt 2.2.5 i meldingen sammenliknes tidligere og ny referanseindeks. Behov for endringer i mandatet til Norges Bank og forholdet mellom strategisk referanseindeks og bankens operative referanseportefølje omtales nærmere i meldingens avsnitt 2.2.6.

2.2.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

Komiteen viser til at referanseindeksen for obligasjonsporteføljen er endret slik at den på en bedre måte gjenspeiler rollen til obligasjoner i Statens pensjonsfond utland. Den nye obligasjonsindeksen rendyrker rollene og gir en enklere referanseindeks. Indeksen har en andel selskapsobligasjoner på 30 prosent, mens andelen statsobligasjoner utgjør 70 prosent. Videre endres vektingen av statsobligasjoner til å ta utgangspunkt i størrelsen på landenes økonomi målt ved BNP i stedet for å følge markedsvekter.

Komiteen merker seg at markedsvekting av statsobligasjoner innebærer økt eksponering mot land med voksende statsgjeld. Komiteen er enig i at BNP som utgangspunkt for vekting er mer hensiktsmessig, til tross for at heller ikke dette gir et presist mål på evne og vilje til å betjene statsgjeld. Komiteen er derfor tilfreds med at Norges Bank vil bli pålagt å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke i sammensetningen av statsobligasjoner i forvaltningen av fondet. Endringen av vektingsprinsipp vil også medføre at andelen europeiske statsobligasjoner blir redusert over tid, mens det legges opp til å inkludere framvoksende markeder i referanseindeksen. Komiteen mener dette er fornuftig både med tanke på at valutarisikoen er lavere enn tidligere

antatt, og fordi det er hensiktsmessig å få en bedre geografisk spredning av obligasjonsinvesteringenes fordeling på valutaer som også omfatter framvoksende markeder. Ved at statsobligasjoner utstedt i framvoksende markeder i lokal valuta tas inn i indeksen, øker antall valutaer til 21 fra 11. Med dette inkluderes alle valutaene som til enhver tid inngår i BCGA-indeksen, med unntak av kroner. De nye valutaene vil utgjøre om lag 10 prosent av statsdelen av obligasjonsindeksen, og risikoen vurderes som moderat. Isolert sett øker inkluderingen av framvoksende markeder kredittrisikoen i porteføljen, men indeksen vil fortsatt bestå av obligasjoner med høy kredittvurdering, såkalt «investment grade». Komiteen slutter seg til de planlagte endringene i referanseindeksen for obligasjoner i SPU.

2.3 **Ny geografisk fordeling av den strategiske referanseindeksen for aksjer**

2.3.1 *Sammendrag*

Dagens strategiske referanseindeks for aksjer i Statens pensjonsfond utland (SPU) er fordelt på tre regioner med følgende faste vekter: 50 prosent Europa, 35 prosent Amerika og Afrika og 15 prosent Asia og Oseania. Som for referanseindeksen for obligasjoner har den høye andelen av investeringene i Europa vært begrunnet i hensynet til fondets valutarisiko. Etersom vi importerer mest fra Europa, har det vært naturlig å tenke at vi beskytter kjøpekraften til fondet mot valutarisiko ved å investere mest i europeiske markeder.

I Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 gjorde departementet en ny vurdering av fondets valutarisiko. Departementet konkluderte med at valutarisikoen synes å være mindre enn tidligere antatt og at det ikke lenger var grunnlag for en så vidt sterk konsentrasjon av investeringene i Europa. I meldingen skrev departementet at en geografisk fordeling i samsvar med markedsverdier var et naturlig utgangspunkt for sammensetning av fondets aksjeportefølje, men at hensyn til investerbarhet, konsentrasjonsrisiko og forventninger til avkastning og risiko i ulike markeder også måtte tas med i vurderingen. Departementet skrev dessuten at et aktuelt spørsmål var om andelen av fondet som investeres i framvoksende markeder, burde øke mer enn det som følger av markedsutviklingen og en nedvekting av Europa.

I dette avsnittet legges det fram planer for endring i den geografiske fordelingen av den strategiske referanseindeksen for aksjer i SPU.

2.3.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

Komiteen merker seg videre planene for endring i den geografiske fordelingen av den strategiske referanseindeksen for aksjer i SPU. Lavere valutarisiko enn tidligere antatt taler mot en så sterk konsentrasjon av investeringene i Europa, samtidig som utviklingen i framvoksende aksjemarkeder taler til fordel for at en større andel investeres her. Finansdepartementet skrev i fjorårets melding at verdens produksjonskapasitet og verdipapirmarkeder i større og økende grad befinner seg i andre deler av verden. På denne bakgrunn bør derfor andelen av fondet som er investert i Europa reduseres over tid, til fordel for større andeler i resten av verden. Komiteens flertall støttet dette, men understreket samtidig betydningen av det europeiske markedet for investeringene i SPU, og at det europeiske markedet fortsatt vil være svært viktig.

Komiteen viser til at investeringer i framvoksende markeder gjerne er forbundet med økt risiko, men at de også kan bidra til at fondet i mindre grad samvarierer med utviklingen i norsk økonomi. Fondets langsiktige investeringshorisont, med begrenset behov for likviditet, demper den økte risikoen av mer volatile markeder med lavere omsettelighet.

2.4 Ny geografisk fordeling

2.4.1 Sammen drag

TIDLIGERE GEOGRAFISK FORDELING

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland (SPU) uttrykkes gjennom fondets strategiske referanseindeks. Referanseindeksen er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital skal være investert, dersom Norges Bank ikke skal trekke på rammen for avvik fra indeks. Indeksen er fordelt på aksjer (60 prosent), obligasjoner (35 prosent) og eiendom (5 prosent). Den har også vært fordelt på tre geografiske regioner: Europa, Amerika/Afrika og Asia/Oseania. Innenfor hver region har investeringene i hovedsak vært fordelt på land etter markedenes relative størrelse. Fondets geografiske fordeling bestemmer implisitt valutasammensetningen i fondet.

Regionvektene har til nå vært henholdsvis 50 prosent, 35 prosent og 15 prosent for aksjer og 60 prosent, 35 prosent og 5 prosent for obligasjoner, jf. figur 2.20. Det vil si at mer enn halvparten av kapitalen i fondet har vært plassert 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, jf. omtalen i avsnitt 2.3.

NY GEOGRAFISK FORDELING

I fjorårets melding, Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010, kon-

kluderte departementet med at valutarisikoen på lang sikt synes å være mindre enn tidligere antatt. Vurderingen var at andelen investert i Europa over tid bør reduseres. For aksjer og selskapsobligasjoner er det naturlig at ny fordeling tar utgangspunkt i markedenes størrelse (markedsvekter), mens det for statsobligasjoner er mer naturlig å legge økonomiens størrelse (BNP-vekter) til grunn. I avsnitt 2.2 og 2.3 i denne meldingen er det gjort nærmere rede for endringene i den geografiske fordelingen av investeringene i SPU.

Basert på markedsverdiene ved utgangen av 2011 innebærer endringene blant annet at:

- Andelen i Europa reduseres med til sammen 13 prosentenheter.
- Andelen i framvoksende markeder økes med til sammen 4 prosentenheter.
- Andelen i Nord-Amerika vil fortsatt være lavere enn markedsvekt.

Tabell 2.3 i meldingen viser regionfordelingen i SPU med tidligere og ny referanseindeks. Regionfordelingen i ny referanseindeks er basert på markedsverdier ved inngangen til 2012. Det betyr at andelen i de ulike regionene i den nye referanseindeksen vil avhenge av markedsutviklingen og den relative utviklingen i BNP.

2.4.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

Komiteen viser til at det legges opp til at den geografiske fordelingen av referanseindeksen for aksjer i større grad skal følge globale markedsvekter. Det innebærer at Europa-andelen over tid reduseres med om lag 10 prosentenheter til fordel for Nord-Amerika, samt at andelen i framvoksende markeder økes sammenliknet med i dag. Den geografiske fordelingen på ulike regioner vil ikke lenger være fast, men variere med utviklingen i de ulike markedene.

Komiteen slutter seg til de planlagte endringene i den geografiske fordelingen for aksjer i SPU.

2.5 Rebalansering

2.5.1 Sammen drag

Finansdepartementets langsiktige strategi for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) angir en fast fordeling mellom aksjer (60 prosent), obligasjoner (35 prosent) og eiendom (5 prosent), jf. avsnitt 2.4. Det har også vært en fast fordeling mellom tre geografiske regioner. Fordelingen mellom aksjer, obligasjoner og eiendom er et resultat av en avveining mellom forventet avkastning og risiko ved disse aktivaklassene på lang sikt. Regionvektene er også framkommet som følge av en avveining mellom ulike hensyn, jf. omtalen i avsnitt 2.2 (obligasjoner) og avsnitt 2.3 (aksjer).

Markedsbevegelser fører til at de faktiske aktivaene og regionandelene vil bevege seg bort fra de strategiske vektene. For eksempel vil en oppgang i aksjekursene i forhold til kursene på obligasjoner føre til at aksjeandelen øker. Den kan da bli høyere enn den strategiske vekten på 60 prosent hvis ikke Norges Bank selger aksjer for å motvirke en slik utvikling. En høyere (eller lavere) aksjeandel vil endre avkastnings- og risikoegenskapene til fondet. Det er derfor viktig å ha en ordning som bringer vektene i fondet tilbake mot de strategiske vektene.

Rebalansering ivaretar dette. Rebalansering gjøres både gradvis ved hjelp av den løpende tilførselen av midler til fondet, såkalt delvis rebalansering, og ved kjøp og salg av verdipapirer, såkalt full rebalansering. Full rebalansering gjennomføres dersom avstanden til de strategiske vektene er tilstrekkelig store. Dette kalles betinget full rebalansering. Departementet har fastsatt nærmere regler om rebalansering. De detaljerte reglene har vært unntatt offentlighet av hensyn til at andre aktører i finansmarkedene ikke skal kunne forutsi handlingene til fondet på en måte som kan påføre fondet unødige kostnader.

Salg av verdipapirer påfører fondet transaksjonskostnader som reduserer avkastningen. Reglene for hvor store avvik som skal aksepteres før en gjennomfører full rebalansering har derfor vært fastsatt ut fra en avveining mellom å bringe vektene i fondet tilbake til de strategiske vektene og å spare transaksjonskostnader.

Det første innskuddet i SPU ble foretatt i mai 1996. Investeringene i fondet bestod da utelukkende av obligasjoner. Aksjer ble inkludert i 1998 med en andel på 40 prosent. I perioden fra 1998 til 2001 ble fondet rebalansert med de kvartalsvise tilførselene av kapital til fondet. I 2001 gikk en over til månedlige overføringer til fondet. Det ble da valgt nye regler med månedlige, delvise rebalanseringer og betingede, fulle rebalanseringer. Rebalanseringsreglene har ikke vært endret siden 2001, men de ble satt midlertidig til side i forbindelse med økningen av aksjeandelen fra 40 prosent til 60 prosent i perioden 2007–2009. Norges Bank har i eget notat gjort rede for analyser av erfaringene med rebalansering av SPU.

I avsnitt 2.2 er det gjort nærmere rede for den nye referanseindeksen for SPUs obligasjonsinvesteringer og i avsnitt 2.3 for endringer i den geografiske fordelingen av SPUs aksjeindeks. Endringene i investeringsstrategien for aksje- og obligasjonsinvesteringene tilsier at reglene for rebalansering endres. Norges Bank har i brev 26. januar 2012 gitt råd om slike regler. Brevet følger som vedlegg 1 til denne meldingen.

2.5.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

Komiteen viser til at Norges Bank i brev av 26. januar 2012 har gitt råd om utforming av nye rebalanseringsregler for SPU. Rebalansering innebærer kjøp av aksjer dersom aksjemarkedet har falt i foregående perioder sammenliknet med obligasjoner, slik at det relative forholdet mellom aksjer og obligasjoner holdes noenlunde stabilt. Norges Bank viser til at rebalanseringsstrategien har gitt høyere risikojustert avkastning enn strategier der aktivavektene følger markedsutviklingen. Norges bank foreslår at det fastsettes en offentlig tilgjengelig regel for rebalansering i mandatet for SPU. Banken foreslår at rebalansering iverksettes dersom aksjeandelen faller eller stiger med 3 prosentenheter fra den strategiske vekten aksjer har i referanseindeksen. Finansdepartementet legger vekt på at en offentlig tilgjengelig rebalanseringsregel vil bidra til økt åpenhet om forvaltningen av fondet. Departementet vil arbeide videre med detaljene i hvordan rebalanseringsreglene skal utformes, og legger opp til å gi en nærmere orientering om de nye rebalanseringsreglene i Nasjonalbudsjettet 2013. Komiteen viser til at rebalansering er en viktig del av den langsiktige investeringsstrategien for SPU og at fondet har gode erfaringer med rebalansering. Komiteen har samtidig merket seg at en ikke har noen garanti for at rebalansering vil være like fordelaktig framover. Komiteen legger til grunn at rebalansering fortsatt skal være en del av investeringsstrategien for SPU. Komiteen imøteser orienteringen i nasjonalbudsjettet til høsten.

2.6 **Mulige virkninger av klimaendringer for investeringsstrategien**

2.6.1 *Sammendrag*

I Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 omtalte departementet hovedrapporten fra en internasjonal utredning om langsiktige konsekvenser av klimaendringer for globale kapitalmarkeder. Utredningen var et samarbeidsprosjekt mellom konsultentselskapet Mercer og 14 store institusjonelle investorer i Europa, Nord-Amerika, Asia og Australia. I tillegg var flere andre institusjoner involvert, som The Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment ved London School of Economics, International Finance Corporation (del av Verdensbank-gruppen), selskapet Carbon Trust og et utvalg eksperter innen miljøøkonomi fra privat sektor og akademia.

Bakgrunnen for omtalen i fjorårets melding var hovedrapporten for prosjektet, som ble presentert av Mercer i London 15. februar 2011. I meldingen skrev departementet at Mercer ville utarbeide en særskilt rapport om klimarisikoen knyttet til investeringene i

Statens pensjonsfond utland (SPU) basert på resultatene i hovedrapporten. Denne rapporten omtales her.

2.6.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, viser til rapporten fra Mercer av SPU's følsomhet for klimarisiko og muligheter for risikoreduksjon gjennom klimarelaterte investeringer over de neste 20 årene. Analysen viser at virkninger av klimaendringer er viktige for flere deler av forvaltningen av SPU. På bakgrunn av hvilken utvikling Mercer anser som mest sannsynlig, anbefales det at Statens pensjonsfond utland øker investeringene i blant annet klimavennlig teknologi og klimavennlig infrastruktur – aktivklasser som forventes å gjøre det bedre enn andre i den mest sannsynlige utviklingen. Rapporten peker også på at karbonintensive sektorer kan oppleve økende kostnader som vil påvirke deres verdi. Analysene gir en bedre forståelse for hvordan klimaendringer kan påvirke avkastning og risiko på lang sikt, men det understrekes at de store problemene knyttet til endret klima i stor grad vil ramme verden etter 2030, og slår følgelig ikke sterkt ut i den perioden som er analysert. Omtalen av nye investeringsområder viser hvilke alternativer som finnes for å endre sammenhengen mellom klimaendringer og fondets forventede resultater. Rådene som gis om å ivareta miljøhensyn gjennom eierskapsutøvelsen, den aktive forvaltningen og i oppbyggingen av en portefølje av eiendomsinvesteringer støtter opp under allerede etablerte tiltak i forvaltningen av fondet. Rapporten fra Mercer vil være et viktig bidrag i den videre utviklingen av investeringsstrategien og arbeidet med klima i forvaltningen.

Flertallet er positive til at det er gjennomført en analyse av mulige virkninger av klimaendringer for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Flertallet har merket seg at det er behov for ytterligere forskning og utredning for å øke forståelsen av hvordan langsiktige utviklingstrekk i samfunn og miljø kan påvirke avkastning på lang sikt. Som langsiktig investor med en svært bredt sammensatt portefølje, vil fondets avkastning påvirkes av verdens evne til å håndtere klimaproblemene. Særlig vil flertallet trekke fram behov for å skaffe mer kunnskap om effekten på fondets risiko og avkastning som følge av klimaendringer på enda lenger sikt enn fram til 2030, og på basis av dette konkrete råd knyttet til endringer i investeringsstrategi.

2.7 Enkelte temaer for videreutvikling av investeringsstrategien

2.7.1 *Sammendrag*

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland (SPU) er blitt utviklet gradvis. På den måten har det vært mulig å oppnå en bred oppslutning om strategien. Erfaringen så langt er at de strategiske valgene har vært robuste overfor perioder med betydelig uro i finansmarkedene.

I arbeidet med å videreutvikle investeringsstrategien for SPU innhenter departementet eksterne råd og analyser. Departementet legger også vekt på at viktige sider ved strategien blir debattert offentlig. Høsten 2011 avholdt departementet i samarbeid med Strategirådet for SPU et seminar om sentrale spørsmål for investeringsstrategien framover. Seminaret var ment som et bidrag til en slik debatt, jf. boks 2.9.

Det valget som i størst grad bestemmer fondets samlede risiko er valget av andelen aksjer. Sammenlikninger viser at aksjeandelen i SPU er på linje med andre store fond internasjonalt når disse fondenes noterte og unoterte aksjer ses i sammenheng. Samtidig er det flere særtrekk ved SPU som skiller det fra de fleste andre fond. Fondet har en svært lang tidshorisont, og det har ikke klart definerte forpliktelser. Det er også lite sannsynlig at staten vil trenge å ta ut store beløp fra fondet over en kort tidsperiode. Disse særtrekkene gir fondet større evne til å bære risiko enn mange andre investorer. I dette perspektivet framstår det samlede risikonivået i fondet i dag som moderat.

Mye av risikoen i fondet er allerede konsentrert om aksjemarkedsrisiko. Det gjør det naturlig å søke etter andre kilder til risikopremier i arbeidet med videreutvikling av strategien. Ved å investere kapitalen i fondet slik at avkastningen avhenger av flere typer risiko, spres risikoen bedre. Det er naturlig å legge vekt på former for risiko som fondet har særlige fortrinn i å bære. Det faglige grunnlaget for å tilpasse investeringsstrategien i tråd med fondets fortrinn er beskrevet nærmere i boks 2.10.

Forvaltningen av fondet tar utgangspunkt i en strategisk referanseindeks. Denne indeksen er i stor grad basert på et prinsipp om markedsvekter. For aksjer betyr dette at hvert enkelt selskap inngår i indeksen med en vekt tilsvarende den markedsverdien aksjene i selskapet utgjør av verdien av hele aksjemarkedet.

I Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 skrev departementet om arbeidet med å vurdere en større rolle for såkalte systematiske risikofaktorer i forvaltningen av fondet. Slike risikofaktorer defineres relativt til markedsvekter. For eksempel vil en portefølje med en høyere andel aksjer i små selskaper enn det som følger av markedsvekter, være mer utsatt for svingninger i

avkastningen av aksjer i små selskaper. Dette kalles eksponering mot risikofaktoren for små selskaper.

Eksponering mot systematiske risikofaktorer har gitt høyere avkastning over tid. For eksempel har aksjer i små selskaper vist seg å gi høyere avkastning over tid enn aksjer i større selskaper, jf. boks 2.10. Det er vanlig å tenke at denne meravkastningen gjen-speiler en betaling for høyere risiko. Meravkastningen omtales derfor ofte som en risikopremie. Ved å øke eksponeringen i fondet mot utvalgte systematiske risikofaktorer kan en tenkes å oppnå høyere avkastning i fondet over tid. Dette kalles å utnytte systematiske risikopremier.

I Meld. St. 15 (2010–2011) pekte departementet blant annet på at Strategirådet for SPU har vurdert risikopremiene for likviditet og verdi som naturlige å utnytte for et fond med SPUs lange tidshorisont. Departementet skrev videre at Norges Banks strategiplan for perioden 2011–2013 kan tilsa at fondet øker eksponeringen mot verdipremien. Økt oppmerksomhet mot ulike kilder til systematisk risiko er også i tråd med anbefalingene til professorene Ang, Goetzmann og Schaefer fra 2009, og med rapporten fra Strategirådet 2010.

Arbeidet med å vurdere fondets eksponering mot systematiske risikofaktorer er et langsiktig arbeid. I løpet av 2011 har dette blant annet omfattet følgende:

- Mindre likvide investeringer var et tema på konferansen med Strategirådet i november 2011, jf. boks 2.9.
- Norges Bank har i brev til Finansdepartementet 2. februar 2012, samt i egne analysenotater, drøftet hvordan fondets aksjeportefølje kan utsettes for ulike risikofaktorer. Dette arbeidet omtales nærmere i avsnittene 2.7.2 og 2.7.3.

2.7.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

3. Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond Norge

3.1 Bakgrunnen for investeringsstrategien

3.1.1 *Sammendrag*

Grunnkapitalen i Statens pensjonsfond Norge (SPN) stammer i hovedsak fra overskudd på trygde-regnskapene etter innføringen av folketrygden i 1967 og fram til slutten av 1970-tallet. Organiseringen av SPN ble endret i 2007 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 mandat fastsatt av departementet. Avkastningen av midlene i

SPN overføres ikke til statskassen, men legges løpende til kapitalen. Markedsverdien av SPN utgjorde 129,5 mrd. kroner ved utgangen av 2011, jf. nærmere omtale av resultatene i avsnitt 4.2 i meldingen.

Hoveddelen av midlene i SPN er plassert i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet. Fondets sær-trekk, 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 kapitalmarkedet visse begrensninger på muligheten for store skift i porteføljens sammensetning over kort tid. Markedet er for øvrig kjennetegnet ved lav omsettelighet i flere selskaper. Det forsterker utfordringene ved store porteføljetilpasninger.

3.1.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

3.2 Investeringsstrategien

3.2.1 *Sammendrag*

Målsettingen for forvaltningen av SPN er høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Utgangspunktet for forvaltningen er referanseindeksen som er fastsatt av departementet. Referanseindeksen er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital i utgangspunktet skal være investert. Indeksen er fordelt på aksjer (60 prosent) og obligasjoner (40 prosent), og på to geografiske regioner, Norge (85 prosent) og Norden for øvrig utenom Island (15 prosent).

Oslo Børs er valgt som leverandør av de to aksjeindeksene, mens Barclays Capital er leverandør av referanseindeksene for obligasjoner. Sammensetningen av fondets referanseindeks er nærmere beskrevet i mandatet for SPN. I figur 3.2 i meldingen vises sektorsammensetningen for aksjeindeksene, mens meldingens figur 3.3 viser fordelingen av obligasjonsindeksene på henholdsvis delmarkeder og kredittvurdering.

Folketrygdfondet har innenfor visse rammer anledning til å avvike fra referanseindeksen. Formålet med slike avvik er å bedre fondets resultater (aktiv forvaltning). Departementet har fastsatt en ramme for avvik på 3 prosent per år målt ved forventet relativ volatilitet. Under visse statistiske forutsetninger, og gitt at Folketrygdfondet utnytter denne rammen fullt ut, betyr dette at avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen forventes å være mindre enn 3 prosentpoeng i to av tre år. I ett av tre år vil forskjellen være større.

Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 inneholdt en bred gjennomgang av den aktive forvaltningen i SPN. Departe-

mentets vurdering var at rammen for aktiv forvaltning på 3 prosent forventet relativ volatilitet burde videreføres. Stortinget sluttet seg til dette. Det ble samtidig lagt opp til at den aktive forvaltningen i SPN vil bli vurdert i begynnelsen av hver stortingsperiode, i tråd med det som tidligere er varslet for den aktive forvaltningen i SPU, jf. Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009.

Folketrygdfondet har fastsatt en strategisk plan for hvordan forvaltningsoppdraget skal løses. Dette er i tråd med krav i mandatet for SPN. Planen legger vekt på at Folketrygdfondet skal være en krevende, men forutsigbar og profesjonell eier. Folketrygdfondet søker videre å bidra til større ryddighet og mer åpenhet i markedene gjennom aktiv dialog. Folketrygdfondet legger også vekt på å være en aktiv og langsiktig investor. De aktive forvaltningsstrategiene er basert på å utnytte fondets fortrinn når det gjelder størrelse og langsiktighet. Den strategiske planen er offentliggjort på Folketrygdfondets nettsider (www.ftf.no)

SPN er en betydelig eier og långiver i det norske kapitalmarkedet. Aksjeporteføljen utgjør vel 9 prosent av markedsverdien til Oslo Børs' hovedindeks (justert for fri flyt), noe som gjør fondet til en av de største investorene på børsen. I det norske obligasjonsmarkedet utgjør SPNs portefølje om lag 6 prosent av verdien av referanseindeksen. SPNs store, langsiktige eierpost i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet bidrar til stabilitet i markedet.

Erfaringene fra finanskrisen er at SPN var en betydelig kjøper av aksjer i en periode med kraftig fall i aksjemarkedet. Reglene om rebalansering av SPN er en viktig del av dette. De innebærer at fondet kjøper seg opp i den aktivaklassen som har falt i verdi. Fondet vil dermed kjøpe (selge) aksjer i perioder der andre selger (kjøper) og bidrar således til å tilføre markedet likviditet. I perioder med betydelig kursfall i aksjemarkedet, slik en så under finanskrisen, vil det bidra til å stabilisere kursene.

Folketrygdfondet er en pådriver for å fremme gode prinsipper for eierskap i det norske markedet. Eierskapsutøvelsen er basert på prinsipper i FNs Global Compact, FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI) og OECDs prinsipper for multinasjonale selskaper, jf. nærmere omtale i avsnitt 4.4 i meldingen.

3.2.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

4. Oppfølgingen av forvaltningen

4.1 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

4.1.1 Sammendrag

4.1.1.1 MARKEDSUTVIKLING

2011 var et urolig år i finansmarkedene. Første halvår ble preget av jordskjelv og tsunami i Japan og politisk uro i Nord-Afrika og Midtøsten. I andre halvår medførte utfordringer i den amerikanske budsjettprosessen og nivået på den amerikanske statsgjelden usikkerhet i markedene. I tillegg oppstod det bekymringer rundt den framtidige økonomiske veksten i Kina.

Statsgjeldsproblemene i eurosonen var likevel det som fikk mest oppmerksomhet i 2011. Kombinert av støttetiltak overfor finansinstitusjoner, aktiv motkonjunkturpolitikk for å dempe konsekvensene av finanskrisen og effekten av høy arbeidsledighet og lav skatteinngang, har de siste årene svekket budsjettene i mange land. Store budsjettunderskudd har økt statsgjelden betydelig i flere land, jf. figur 4.1. Dette har medført tvil om enkelte lands evne til å betjene sin statsgjeld, og renten på deres statsobligasjoner steg kraftig gjennom andre halvår av 2011.

Mange europeiske banker har store investeringer i europeiske statsobligasjoner. Til dels store fall i verdien av slike obligasjoner førte derfor til usikkerhet om soliditeten til bankene. Internasjonale banker er tett knyttet sammen gjennom utlån av kapital til hverandre, noe som medfører at problemer fort smitter mellom banker. Det var således ikke bare bankene som var direkte berørt, som møtte utfordringer på grunn av statsgjeldsproblemene.

Mange land strammet til i statsbudsjettene i 2011. De varslet også ytterligere innstramminger i årene fremover. Samtidig var mulighetene for pengepolitiske tiltak i stor grad utnyttet med lave korte og lange renter. Sentralbankene hadde derfor begrensede muligheter til å stimulere til økt økonomisk aktivitet. Dette skapte usikkerhet rundt den framtidige økonomiske veksten og frykt for nedgangskonjunktur i Europa, noe som igjen førte til uro i finansmarkedene og til et generelt kursfall i aksjemarkedet.

Med stor usikkerhet i finansmarkedene søkte mange investorer mot investeringer med lav risiko. Etterspørselen økte derfor etter statsobligasjoner fra land hvor sannsynligheten for mislighold ble vurdert som liten. Renten på statsobligasjoner utstedt av disse landene falt, og avkastningen av obligasjonene ble høy. Samlet sett var avkastningen i det internasjonale obligasjonsmarkedet god i 2011, men med store forskjeller mellom land.

Det europeiske eiendomsmarkedet var også preget av den økonomiske uroen i 2011. Lavere rentenivå var isolert sett positivt for eiendomsmarkedet,

mens et vanskeligere kredittmarked virket negativt. Den positive utviklingen i eiendomspriser og leieinntekter fra 2010 ble dempet gjennom 2011.

Det tar lang tid for indeksleverandørene å utarbeide avkastningstall for unotert eiendom i Europa. England er et av markedene hvor avkastningstall foreligger først, og data fra indeksleverandøren IPD viser at avkastningen her var om lag 8 prosent i 2011. De siste 10 årene har gjennomsnittlig avkastning i dette markedet vært om lag 7 prosent.

4.1.1.2 MARKEDSVERDI OG TILFØRSEL

Ved utgangen av 2011 var markedsverdien av Statens pensjonsfond utland (SPU) 3 312 mrd. kroner. Kapitalen var fordelt på 1 945 mrd. kroner i aksjer, 1 356 mrd. kroner i obligasjoner og 11 mrd. kroner i eiendom. Markedsverdien av SPU økte med 234 mrd. kroner i løpet av 2011. Figur 4.2 viser endringen i fondets verdi i 2011 og siden fondets oppstart, fordelt på avkastning, tilførsel av ny kapital, endringer i kronekursen samt kostnader i forvaltningen.

Siden oppstart er fondet tilført 2 782 mrd. kroner, mens avkastningen etter forvaltningskostnader er 641 mrd. kroner. Som følge av at fondet er investert i andre valutaer enn norske kroner, blir verdien påvirket av endringer i valutakursen. I enkelte år kan disse endringene være store. I 2008 økte verdien av fondet med 506 mrd. kroner som følge av endringer i valutakursen. Det påfølgende året falt derimot verdien av fondet med 418 mrd. kroner av samme grunn. Samlet sett har ikke endringene i kronekurs påvirket verdien av fondet i særlig grad.

Figur 4.3 viser utviklingen i markedsverdien av fondet målt i norske kroner siden oppstart. Som følge av store tilførsler av ny kapital og effektene av svingninger i valutakursen, er virkningen av finanskrisen i 2008 og den påfølgende oppgangen i 2009 knapt synlig.

Tilførsel av ny kapital til SPU er til nå blitt fordelt mellom aktivaklassene og regionene slik at vektene i den faktiske referanseindeksen i størst mulig grad føres tilbake til de strategiske vektene, såkalt delvis rebalansering, jf. avsnitt 2.5. Av beløpet på noe over 270 mrd. kroner som ble tilført SPU i 2011, ble om lag to tredjedeler overført til aksjeporteføljen og en tredjedel til renteporteføljen og eiendom. Internt i aksjeporteføljen ble hoveddelen av midlene tilført europeiske aksjer. I renteporteføljen var fordelingen mer blandet med store overføringer både til amerikanske og europeiske obligasjoner, samt en mindre andel til asiatiske obligasjoner.

Fondets første investeringer i eiendom ble gjennomført i 2011. Fondet kjøpte i april 25 prosent av The Crown Estates Regent Street-portefølje i London for om lag 4,2 mrd. kroner. I juli kjøpte fondet 50 pro-

sent av syv eiendommer i og omkring Paris fra AXA Group for om lag 5,5 mrd. kroner. I begge tilfellene inngikk fondet og motparten et partnerskap, som gjennomførte ytterligere investeringer i løpet av 2011, jf. nærmere omtale i avsnitt 4.3.1.

Ved utgangen av 2011 var om lag 58,7 prosent av fondet investert i aksjer, 40,9 prosent i obligasjoner og 0,3 prosent i eiendom, jf. figur 4.4. Relativt til den faktiske referanseindeksen representerer dette en overvekt mot aksjer på i underkant av 0,2 prosentenheter.

Ved utgangen av 2011 eide SPU 1,1 prosent av det globale aksjemarkedet, målt ved markedskapitaliseringen til FTSE Global All Cap-indeksen, jf. figur 4.5. Eierandelene i obligasjonsmarkedet var lavere. Beholdningen av obligasjoner tilsvarte en andel på 0,6 prosent av verdien av obligasjonene i indeksen Barclays Global Aggregate. Det siste året er eierandelen i aksjemarkedet økt med 0,1 prosentenheter, i hovedsak på grunn av tilførsel av ny kapital til aksjeporteføljen. Eierandelen i obligasjonsmarkedet endret seg lite i 2011. Eierposisjonene er vesentlig større i Europa enn i resten av verden både for aksjer og obligasjoner.

Ved utgangen av 2011 var 4,4 prosent av fondsmidlene forvaltet av eksterne institusjoner. Det er en nedgang fra 9,2 prosent ett år tidligere. Det er i all hovedsak aksjer som blir forvaltet av eksterne. Det var kun ett eksternt obligasjonsmandat ved utgangen av 2011, som utgjorde 0,1 prosent av fondets samlede investeringer.

4.1.1.3 AVKASTNING

SPU fikk en samlet avkastning på -2,5 prosent i 2011 målt i fondets valutakurv og før fradrag for forvaltningskostnader. Målt i norske kroner var avkastningen -1,4 prosent. Årsaken til den negative avkastningen var svak utvikling i aksjemarkedene. Aksjeporteføljen oppnådde en avkastning på -8,8 prosent målt i fondets valutakurv og før fradrag for forvaltningskostnader. Investeringer i finanssektoren falt mye i verdi gjennom 2011, i stor grad forårsaket av usikkerhet om statsfinansene i flere land i Europa, og om bankenes soliditet dersom en eller flere stater ikke kan gjøre opp for seg. I tillegg var det meget svak avkastning i bedrifter som produserer materialer. Disse selskapene påvirkes spesielt av de dårlige tidene i Europa og USA.

Europeiske og asiatiske aksjemarkeder hadde en svak utvikling, mens det amerikanske aksjemarkedet endte året med en avkastning på om lag null målt i lokal valuta. Framvoksende markeder hadde en vesentlig dårligere utvikling enn resten av aksjemarkedet.

Obligasjonsporteføljen fikk en avkastning på 7,0 prosent målt i fondets valutakurv før fradrag for for-

valtningskostnader. Fondets beholdning av statsobligasjoner fikk en avkastning på 10,5 prosent ettersom stigende priser på tyske, franske, amerikanske og britiske statsobligasjoner veide opp for prisfall på statsobligasjoner fra enkelte europeiske land. Beholdningen av realrenteobligasjoner bidro også positivt til avkastningen, med en avkastning på 11 prosent i 2011. Pantesikrede obligasjoner, som er obligasjoner utstedt med pant i blant annet boliglån, var sektoren med svakest utvikling blant fondets obligasjonsinvesteringer. Avkastning i denne sektoren var 3,5 prosent.

Avkastningen på eiendomsinvesteringene var 4,4 prosent målt i fondets valutakurv. Det negative resultatet skyldtes i hovedsak offentlige engangsgifter i forbindelse med eiendomskjøpene. Den bokførte verdien av eiendomsinvesteringene skal gjenspeile den antatte markedsverdien. For nye investeringer vil normalt kjøpsprisen være det beste anslaget på verdien i en periode etter at kjøpet er gjennomført. Ved utgangen av 2011 ble kjøpsprisen vurdert som det beste anslaget på verdien av fondets franske eiendomsinvesteringer. Verdien av eiendomsinvesteringene i Storbritannia ble oppjustert med 3,2 prosent i forhold til kjøpspris etter at leieprisene på eiendom steg i Regent Street-området i London.

Samlet sett var avkastningen i 2011 den tredje dårligste siden 1998, jf. figur 4.6. Figuren viser at utviklingen i aksjemarkedet var langt dårligere i 2002 og 2008.

Avkastningen var høyere i obligasjonsporteføljen enn i aksjeporteføljen både i 2011 og i perioden 1998–2011 sett under ett, jf. figur 4.7. Det var i hovedsak forårsaket av utviklingen i referanseindeksene til fondet, jf. figur 4.8. Rentene på statsobligasjonene i de fleste utviklede land falt i denne perioden. I figur 4.9 er dette illustrert ved renten på statsobligasjoner fra utvalgte land. Når renten på en obligasjon faller, bokføres en positiv gevinst i inneværende periode, men samtidig faller forventet avkastning de neste årene.

I aksjemarkedet kan forholdet mellom et selskaps overskudd og prisen på aksjen ses på som et uttrykk for «avkastningen». Forholdstallet vil være lite dersom investorene er villig til å betale en høy pris for en aksje gitt dagens overskudd. Forventninger om økt overskudd framover, eller at alternative investeringer gir svak avkastning, er mulige årsaker til det. En annen årsak kan være at tilliten til utviklingen framover er høy og at risikopremiene er små.

I perioden 1998–2011 steg forholdstallet mellom overskudd og aksjeprisene i mange utviklede markeder, jf. figur 4.10. Endringen henger trolig sammen med både reduserte vekstforventninger og at investorene krever en høyere risikopremie for å investere i aksjer. I samme periode har rentenivået falt betyde-

lig, slik at aksjer ved utgangen av 2011 relativt sett er priset lavere enn obligasjoner sammenliknet med situasjonen for noen år siden.

Avkastningen av fondets investeringer sammenliknes med avkastningen av fondets referanseindeks. Samlet sett oppnådde Norges Bank i 2011 en avkastning før fradrag for kostnader som var 0,1 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen.

Aksjeforvaltningen fikk en mindreavkastning på -0,5 prosentenheter. Dette er aksjeforvaltningens nest svakeste resultat siden fondets oppstart. Det var avkastningen på fondets investeringer i olje- og gassektoren og i selskaper som produserer materialer som var mest negativ i forhold til referanseindeksen. Avkastningen på selskaper innen finanssektoren og teknologisektoren bidro mest positivt. Fordelt på land var avkastningen på aksjer i USA og Hongkong mest negativ relativt til referanseindeksen, mens avkastningen på spanske og franske aksjeinvesteringer var mest positiv.

Avkastningen av obligasjonsporteføljen var 0,5 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Siden fondets oppstart er dette obligasjonsforvaltningens tredje beste resultat. Investeringene i usikrede obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner og investeringer i japanske realrenteobligasjoner bidro særlig positivt til meravkastningen. Statsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner i Europa bidro negativt.

Om lag 1/3 av den samlede mindreavkastningen kom fra eksternt forvaltede investeringer. De eksterne aksjeforvalterne gjorde det i gjennomsnitt 0,6 prosentenheter dårligere enn indeksene de ble målt mot. Investeringer i små selskaper i utviklede markeder bidro mest til mindreavkastningen. De eksterne obligasjonsforvalterne oppnådde i gjennomsnitt en mindre avkastning på 4,7 prosentenheter.

Fondet har hatt en årlig gjennomsnittlig avkastning på 4,5 prosent før forvaltningskostnader siden 1. januar 1998, målt i fondets valutakurv. Denne avkastningen er 0,28 prosentenheter høyere enn avkastningen av fondets referanseindeks i samme periode, jf. figur 4.11. Etter fradrag for forvaltningskostnader og inflasjon tilsvarer den årlige avkastningen en netto gjennomsnittlig realavkastning på 2,4 prosent i perioden 1998–2011. Målt fra 1997 er gjennomsnittlig årlig netto realavkastning 2,7 prosent, jf. figur 4.12.

Departementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning på om lag 1/4 prosentenheter i gjennomsnitt over tid. Som en tilnærming måles dette ved brutto meravkastning, jf. Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009. Til tross for at meravkastningen i 2011 ble negativ, har Norges Bank oppnådd en noe høyere meravkastning enn forventnin-

gen på 1/4 prosentenhet i gjennomsnitt siden 1998. For perioden 1998–2011 har departementet beregnet at brutto meravkastning for fondet totalt tilsvarer om lag 46 mrd. kroner, jf. figur 4.13.

4.1.1.4 RISIKO OG RAMMER

Risikoen i fondet

Valget av fondets referanseindeks er basert på avveininger mellom forventet avkastning og risiko på lang sikt. Risikoen til en investering blir ofte målt ved standardavviket til avkastningen, som er et statistisk mål på hvor mye avkastningen svinger. Figur 4.14 viser utviklingen i risikoen i SPU. Risikoen på ethvert tidspunkt er beregnet som standardavviket til referanseindeksen de siste 12 månedene, basert på månedlige avkastningstall. Ved utgangen av 2011 var standardavviket i underkant av nivået tolv måneder tidligere.

Det rullerende standardavviket basert på månedlige observasjoner endrer seg sakte og er derfor ikke et godt mål for usikkerheten i markedet på et gitt tidspunkt. VIX-indeksen angir forventede svingninger i aksjekursene i det amerikanske aksjemarkedet de neste 30 dagene. VIX-indeksen er høy når det er stor usikkerhet i markedet og tilsvarende lav når markedsaktørene mener at usikkerheten er begrenset. Figur 4.15 viser utviklingen i VIX-indeksen de siste fem årene. indeksen steg mye sommeren 2011, som følge av usikkerheten om statsfinansene i mange land i Europa. VIX-indeksen falt noe tilbake i løpet av høsten, men usikkerheten i aksjemarkedet var likevel på et høyere nivå enn ved inngangen til året.

Dersom avkastningen til ulike aktivklasser ikke svinger i takt, kan risikoen i en portefølje reduseres ved å investere i flere aktivklasser. Størrelsen på reduksjonen er avhengig av hvordan avkastningen til aktivklassene samvarierer. Samvariasjon måles ofte ved det statistiske målet korrelasjon. Korrelasjonen mellom to aktivklasser er alltid mellom én og minus én, og spredningen av risiko blir bedre jo lavere verdien er. Korrelasjoner svinger over tid, og korrelasjonen mellom aksje- og obligasjonsindeksene til SPU har siden 1998 variert mellom 0,4 og -0,8, med et gjennomsnitt på om lag -0,2, jf. figur 4.16. De siste 12 månedene var korrelasjonen mellom aksje- og obligasjonsindeksene til SPU om lag -0,4.

Relativ risiko

I mandatet for SPU er det fastsatt en ramme for avvik mellom faktisk portefølje og den porteføljen som følger av referanseindeksen. Bakgrunnen for dette er at Norges Bank skal ha muligheten til å utnytte fondets særtrekk samt svakheter i indeksen og markedet for å oppnå en høyere avkastning enn indeksen. Samtidig ønsker ikke departementet å øke

risikoen i fondet vesentlig i forhold til risikoen i referanseindeksen.

Forventet relativ volatilitet er et mål på hvor mye fondets avkastning kan ventes å avvike fra avkastningen til fondets referanseindeks. I regelverket som gjaldt fram til og med 2010, var rammen for forventet relativ volatilitet 1,5 prosentenheter på årlig basis. I det nye regelverket som trådte i kraft 1. januar 2011, står det at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at dette målet ikke skal overstige 1 prosentenhet. Ifølge Norges Bank har forventet relativ volatilitet gjennom 2011 variert mellom om lag 0,3 og 0,7 prosentenheter og var 0,4 prosentenheter ved utgangen av året.

Realisert relativ volatilitet er et mål på hvor mye avkastningsforskjellen mellom porteføljen og referanseindeksen har variert. Over tid bør realisert relativ volatilitet være om lag på nivå med forventet relativ volatilitet. Dersom det ikke er tilfellet, tyder det på svakheter ved modellen som beregner forventet relativ volatilitet. Realisert relativ volatilitet i 2011 var 0,4 prosentenheter, basert på månedlige observasjoner, jf. figur 4.18. Dette er på linje med forventet relativ volatilitet beregnet av Norges Bank.

Hvor stor meravkastning Norges Bank har mulighet til å skape i den aktive forvaltningen av SPU, avhenger blant annet av hvor store avvik banken tillates å ta i forhold til referanseindeksen. Oppnådd meravkastning i forhold til relativ volatilitet kalles informasjonsrate, og er et uttrykk for den risikojusterte avkastningen av investeringene. Det er ønskelig med høyest mulig informasjonsrate. Med en forventet meravkastning på om lag 1/4 prosentenhet, og en relativ volatilitet på under 1 prosentenhet, burde forventet informasjonsrate over tid bli vel 1/4. I perioden 1998–2011 oppnådde Norges Bank en informasjonsrate på noe over 0,3. I samme periode var informasjonsraten i aksjeporteføljen i overkant av 0,5 mens den i obligasjonsporteføljen var 0,2, jf. tabell 4.2.

Figur 4.17 viser utviklingen i standardavviket for fondet og for referanseindeksen. Under mesteparten av tiden siden 1998 har risikoen i fondet vært om lag på høyde med risikoen i referanseindeksen. Et unntak var under og etter finanskrisen i 2008 da risikoen i fondet var høyere enn i indeksen. Figuren viser at det i all hovedsak er risikoen i referanseindeksen som er avgjørende for den totale risikoen i fondet, og at den aktive forvaltningen kun gir et mindre bidrag. Gjennom 2011 har risikoen i fondet vært noe høyere enn risikoen i referanseindeksen.

Kredittrisiko

Alle obligasjonene som inngår i obligasjonsindeksen til SPU er tilordnet en kredittvurdering av minst ett av de store kredittvurderingsbyråene. For-

målet med kredittvurdering er å indikere hvor sannsynlig det er at låntaker vil klare å innfri sine forpliktelser. Høyrenteobligasjoner inngår ikke i referanseindeksen til SPU, og departementet har fastsatt at forvaltningen skal innrettes med sikte på at slike obligasjoner ikke utgjør mer enn 3 prosent av markedsverdien av obligasjonsporteføljen. Dette sikrer at Norges Bank ikke må selge obligasjoner som blir nedgradert og faller under grensen for såkalt «investment grade». Ved utgangen av 2011 rapporterte Norges Bank at andelen av obligasjoner med kredittvurderinger under «investment grade» var 1,1 prosent. Andelen som hadde en kredittvurdering lik «A» eller svakere var om lag 20 prosent.

Enkeltinvesteringer

Fondets vekst de siste årene har medført økte eierandeler i en rekke selskaper. Ved utgangen av 2011 eide fondet over 2 prosent i 877 selskaper, og over 5 prosent i 53 selskaper. Begge tallene er økt betydelig fra utgangen av 2010, jf. tabell 4.3.

Fondets rolle er å være en finansiell investor, og fondet har som mål å redusere risikoen ved å spre investeringene over mange ulike verdipapirer. Departementet har derfor fastsatt at fondet maksimalt kan eie 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et enkelt selskap. Ved utgangen av 2011 var den største eierandelen i et enkelt selskap 9,6 prosent i Smurfit Kappa Group, et irsk emballasjeselskap.

Det er vanskelig å finne presise tall for hvor på aksjonærlisten fondet rangerer i alle selskaper. Det skyldes blant annet at ikke alle eierskapsregistre er offisielle og at registrene oppdateres på ulike tidspunkt. Norges Bank har anslått at SPU var blant de 10 største aksjonærene i om lag 500 selskaper. Fondets største investering ved utgangen av 2011 var i oljeprodusenten Royal Dutch Shell. Eierandelen på 2,2 prosent hadde en markedsverdi på 31 mrd. kroner.

Rammer satt av Norges Bank

I tillegg til kravene over skal hovedstyret i Norges Bank sette ytterligere rammer for å styre og begrense risikoen. Rammene gjelder for minste sammenfall mellom porteføljen og faktisk referanseindeks, kredittrisiko både på enkeltutstedernivå og på porteføljenivå, likviditetsrisiko, motpartseksponering, belåning og rammer for reinvestering av mottatt kontantsikkerhet. Tabell 4.4 viser hvilke grenseverdier som hovedstyret har satt for de ulike kategoriene, og det faktiske nivået ved utgangen av 2011.

Eksponering mot systematiske risikofaktorer

Norges Bank skal ifølge mandatet for SPU søke å innrette forvaltningen slik at meravkastningen er eksponert mot flere systematiske risikofaktorer.

Eksempler på slike risikofaktorer er faktorer for utviklingen i små selskaper eller i selskaper som er lavt priset i forhold til bokførte verdier (verdiselskaper). Hvor utsatt meravkastningen er for slike faktorer kan analyseres ved å sammenlikne fondet meravkastningen med avkastningen på faktorene. Figur 4.19 viser resultatet av en slik analyse av aksjeporteføljen som er utført av Norges Bank. Analysene antyder at aksjeporteføljen de siste to årene har vært mer utsatt for utviklingen i små selskaper enn referanseindeksen. For de andre faktorene er det kun mindre utslag, men det er tegn til at aksjeporteføljen har vært noe undervektet i framvoksende markeder og verdiselskaper, og overvektet i markedsrisiko. Ifølge Norges Bank forklarer risikofaktorene som er benyttet i analysen mer enn 70 prosent av svingningene til meravkastningen i aksjeporteføljen ved utgangen av 2011.

Konsulentselskapet Mercer analyserer i sin årlige avkastningsrapport om SPU hvilken stil aksjeinvesteringene i fondet følger. Basert på nøkkeltall og historisk utvikling for de ulike selskapene som fondet er investert i på et gitt tidspunkt, beregner Mercer eksponeringen mot ulike faktorer. Den siste tilgjengelige rapporten fra Mercer er basert på porteføljen per 31. desember 2010. Mercers analyser viser at det over tid har vært en overvekt mot små selskaper.

Analysene indikerer at fondet, slik porteføljen var ved utgangen av 2011, vil oppnå høyere avkastning enn referanseindeksen hvis aksjemarkedet stiger mye og hvis små selskaper har en bedre kursutvikling enn store selskaper. På den andre siden må en forvente at fondet vil tendere til å gjøre det noe svakere enn markedet hvis aksjekursene i framvoksende markeder stiger betydelig og verdiselskaper utvikler seg bedre enn vekstselskaper.

Norges Bank har analysert hvor utsatt obligasjonsporteføljen har vært for systematiske risikofaktorer. Denne analysen klarer i liten grad å forklare svingningene i meravkastningen. Eksponeringen mot alle de analyserte risikofaktorene har svingt rundt null de siste årene, jf. figur 4.20. Analysen indikerer ingen systematiske over- eller undervekter.

En lærdom fra finanskrisen er at det kan være vanskelig å identifisere på forhånd hvor utsatt en er for enkelte risikofaktorer. Risikofaktorene behøver ikke å ha påvirket markedet i vesentlig grad tidligere. Det er derfor ikke sikkert at det er mulig å identifisere eksponeringen mot den eller de risikofaktorene som gir opphav til de neste store utslagene i finansmarkedene.

4.1.1.5 KOSTNADER

I henhold til mandatet som departementet har gitt Norges Bank, får banken dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en øvre grense, som for 2011 var satt til 0,10 prosent (10 basispunkter) av fondets

gjennomsnittlige markedsverdi. Rammen har vært uendret over mange år. De siste årene har Norges Bank innrettet forvaltningen slik at kostnadene har falt vesentlig under 0,10 prosent. I lys av dette har Finansdepartementet redusert rammen til 0,09 prosent for 2012. I tillegg godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Forvaltningskostnadene falt til vel 2,5 mrd. kroner i 2011, fra knapt 3,0 mrd. kroner i 2010. Nedgangen skyldes i hovedsak lavere faste og avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, jf. figur 4.21. Antall ansatte økte fra 278 til 315 i løpet av 2011. Det førte til økte lønns- og personalkostnader. Økningen i fondets størrelse medførte dessuten høyere kostnader til transaksjoner og oppgjør.

Forvaltningskostnadene utenom de avkastningsavhengige honorarene til eksterne forvaltere utgjorde om lag 2,0 mrd. kroner i 2011. Dette tilsvarer 0,064 prosent av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Inkludert de avkastningsavhengige honorarene til de eksterne forvalterne utgjorde kostnadene 0,081 prosent.

1. januar 2011 ble det innført nye retningslinjer for avlønning i Norges Bank Investment Management (NBIM) som er i overensstemmelse med reglene for godtgjøring i den norske finanssektoren. Ansatte som arbeider innenfor risikostyring eller med kontroll-, drifts- eller stabsfunksjoner, mottar etter de nye retningslinjene kun fastlønn. Ansatte som arbeider med investeringsbeslutninger fortsatte med prestasjonsbasert lønn, men med nye vilkår for opptjening og utbetaling. Beregningen av prestasjonsbasert lønn foretas over minimum to års resultater. Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. 50 prosent utbetales året etter opptjeningen, mens 50 prosent tilbakeholdes og utbetales over de neste tre årene. Beløpet som holdes tilbake justeres med fondets avkastning.

Det vil påløpe kostnader i datterselskaper som er opprettet i forbindelse med eiendomsinvesteringene. Disse kostnadene trekkes fra avkastningen i eiendomsporteføljen, og belastes ikke forvaltningskostnadene som Norges Bank får dekket av Finansdepartementet. I 2011 utgjorde disse kostnadene 26 mill. kroner, og vil i de kommende årene øke ettersom eiendomsporteføljen vokser.

Selskapet CEM Benchmarking Inc. har sammenliknet fondets kostnader i 2010 med kostnadene i andre fond. Kostnadene i SPU er betydelig lavere enn gjennomsnittet for de andre fondene. SPU har små investeringer i aktivaklasser hvor kostnadene er høye, som for eksempel unoterte aksjer og eiendom. Men selv justert for disse forskjellene er kostnadene lave. Hovedårsakene er at SPU har en lav andel ekstern forvaltning samt at den interne forvaltningen

i Norges Bank er kostnadseffektiv sammenliknet med forvaltningen til de andre fondene, se boks 4.2.

Utvikling i kostnader over tid

Målt i kroner har de samlede forvaltningskostnadene i SPU økt betydelig over tid, jf. figur 4.22. Målt i forhold til forvaltet kapital har derimot forvaltningskostnadene hatt en fallende tendens de siste årene. 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 ved depottjenester og til transaksjoner. Andre kostnader er mindre avhengige av kapitalen i fondet, for eksempel personalkostnader. Når verdien av fondet øker, vil derfor totalkostnadene målt i basispunkter av fondets kapital bli redusert. Økt kompleksitet i forvaltningen kan imidlertid trekke i motsatt retning. Referanseindeksen til SPU er blitt betydelig endret siden oppstarten i 1996, blant annet ved investeringer i aksjer i framvoksende markeder, i selskapsobligasjoner og oppbygging av en eiendomsportefølje. Dette er aktivaklasser 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 er blitt styrket.

4.1.1.6 MILJØRELATERTE INVESTERINGER

I 2009 ble det besluttet å etablere miljørelaterte investeringer innenfor SPU, jf. St. meld. nr. 20 (2008–2009) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008. Investeringene gjøres innenfor samme regelverk som fondets øvrige investeringer i aksjer og obligasjoner, og er en del av Norges Banks aktive forvaltning. Omfanget av disse investeringene vil kunne variere noe over tid, ettersom avtaler med noen forvaltere sies opp og andre kommer til. Omfanget vil også variere med utviklingen i aksjemarkedene. Departementet skrev i Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 at det er lagt opp til at investeringene normalt skal være i intervallet 20–30 mrd. kroner.

Antall miljørelaterte mandater økte til ti ved utgangen av 2011 fra ni ett år tidligere. Syv av mandatene var for investeringer innen fornybar energi og teknologi som kan bidra til effektivisering av energiforbruk. Norges Bank skriver i årsrapporten om SPU i 2011 at dette kan omfatte selskaper som produserer fornybar energi, utvikler utstyr til produksjonen av slik energi eller distribuerer energi. Det kan også inkludere selskaper som produserer energi fra avfall, eller som utvikler mer effektive systemer for strømforsyning.

Ved utgangen av 2011 var den største investeringen i denne typen mandat i Johnson Controls, som blant annet produserer teknologiske løsninger for

mer effektiv energibruk i bygninger og batterier for hybridbiler og elektriske biler.

De tre øvrige miljørelaterte mandatene var for investeringer innen vannforvaltning. Dette kan være investeringer i selskaper som utvikler teknologi for å øke kvaliteten på vann, eller investeringer i selskaper som utvikler infrastruktur for å rense og distribuere vann, blant annet i framvoksende markeder.

Innen dette området var miljømandatenes fem største investeringer ved utgangen av 2011 i Pentair, Progressive Waste Solutions, Suez Environnement, Republic Services og Danaher.

Norges Bank tildeler mandater til interne og eksterne forvaltere. Totalt åtte av de miljørelaterte mandatene var eksternt forvaltet ved utgangen av 2011, mens to mandater var internt forvaltet. De eksterne mandatene utgjorde totalt 9,1 mrd. kroner, og de interne mandatene var på 12 mrd. kroner.

Verdien av fondets miljørelaterte investeringer falt til 21,1 mrd. kroner ved utgangen av 2011 fra 25,7 mrd. kroner ved innganget til året. Nedgangen skyldtes kursfallet i aksjemarkedene, som særlig rammet produsenter av fornybar energi fra sol- og vindkraft. Fondets miljørelaterte mandater fikk en avkastning på -22,8 prosent i 2011, målt i fondets valutakurv.

4.1.1.7 OPERATIV REFERANSEPORTEFØLJE

I arbeidet med forvaltningen av SPU har Norges Bank opprettet operative referanseporteføljer for aksjer og obligasjoner. Formålet med de operative referanseporteføljene er å oppnå et bedre forhold mellom avkastning og risiko etter kostnader enn i den strategiske referanseindeksen.

Norges Bank skriver at de innarbeidet endringene i den operative referanseporteføljen for obligasjoner, jf. omtale i avsnitt 2.2, i midten av april 2011. Avkastningen fra dette tidspunktet og til utgangen av året var om lag 0,2 prosentenheter høyere enn for obligasjonsindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

4.1.1.8 DEPARTEMENTETS VURDERING AV RESULTATENE I SPU

2011 var et krevende år med fallende aksjemarkeder og en samlet avkastning som lå under avkastningen av referanseindeksen. Investeringene i SPU har lang investeringshorisont, og en må være forberedt på betydelige svingninger i resultatene fra år til år. Siden 1998 har Norges Bank oppnådd en meravkastning som er noe over forventningen på 1/4 prosentenheter. Departementet er tilfreds med resultatene som er oppnådd siden fondet ble etablert.

Forvaltningskostnadene eksklusive de avkastningsavhengige honorarene har de siste to årene økt mindre enn tidligere. Kombinert med stor økning i verdien av fondet har dette gitt lavere forvaltnings-

kostnader som andel av forvaltet kapital. Departementet er fornøyd med denne utviklingen som tyder på at Norges Bank klarer å utnytte stordriftsfordelene i forvaltningen.

Den operative referanseporteføljen er en del av Norges Banks aktive forvaltning av SPU som kan bidra til å redusere kompleksiteten og kostnadene i forvaltningen. Departementet merker seg at forskjellene mellom Finansdepartementets referanseindeks og den operative referanseporteføljen vil kunne være større, ha en annen karakter og et annet tidsperspektiv enn hva som normalt faller inn under såkalt aktiv forvaltning. Departementet er positiv til at informasjon om den operative referanseporteføljen bidrar til åpenhet om forvaltningen av fondet.

4.1.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

Komiteen viser til at avkastningen i 2011 i Statens pensjonsfond utland (SPU) var -2,5 prosent målt i fondets valutakurv, og i Statens pensjonsfond Norge (SPN) -3,9 prosent målt i norske kroner. Årsaken til den negative avkastningen var for begge fondene svak utvikling i aksjemarkedene. For SPU's vedkommende oppnådde aksjeporteføljen en avkastning på -8,8 prosent, obligasjonsporteføljen fikk en avkastning på 7 prosent, og eiendomsinvesteringene en avkastning på -4,4 prosent. Det negative resultatet for eiendomsinvesteringene skyldes i hovedsak engangsutgifter.

Komiteen merker seg at Norges Bank har innrettet forvaltningen slik at kostnadene har falt, og at Finansdepartementet har redusert rammen for forvaltningskostnader til 0,09 prosent av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Forvaltningskostnadene falt til vel 2,5 mrd. kroner i 2011, fra knapt 3,0 mrd. i 2010.

Komiteen merker seg at det fra 1. januar 2011 ble innført nye retningslinjer for avlønning i NBIM som er i overensstemmelse med reglene for godtgjøring i den norske finanssektoren. Dette innebærer at færre mottar prestasjonsbasert lønn og at beregningen av prestasjonsbasert lønn foretas over minimum to års resultater.

Komiteen er tilfreds med at forvaltningskostnadene som andel av forvaltet kapital fortsetter å falle, blant annet som følge av at Norges Bank utnytter stordriftsfordeler i forvaltningen.

4.2 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge

4.2.1 Sammendrag

4.2.1.1 MARKEDSUTVIKLING

Aksjemarkedene i Norge og Norden ble på samme måte som de globale aksjemarkedene påvirket

av uroen rundt den statsfinansielle situasjonen i Europa. Den mest negative utviklingen var i det finske aksjemarkedet, som falt med om lag 27 prosent. Nokia bidro i stor grad til denne verdinedgangen. I de øvrige nordiske landene falt aksjemarkedene fra 12 prosent til 15 prosent.

Alle de nordiske landene som Statens Pensjonsfond Norge (SPN) er investert i, blir i obligasjonsmarkedene sett på som land hvor det er liten risiko for mislighold av statsgjelden. Som følge av dette har etterspørselen etter statsobligasjoner fra disse landene vært høy gjennom året. Mens flere land i Europa opplevde stigende renter på sine statsobligasjoner i 2011, falt rentene på statsobligasjonene fra de nordiske landene. Avkastningen i de nordiske obligasjonsmarkedene ble derfor god i 2011.

4.2.1.2 MARKEDSVERDI

Markedsverdien av Statens pensjonsfond Norge (SPN) var 129,5 mrd. kroner ved utgangen av 2011, drøyt 5 mrd. kroner lavere enn ved inngangen til året, jf. figur 4.23. Reduksjonen er et resultat av nedgang i aksjemarkedene i Norge og Norden.

Om lag 67 mrd. kroner av fondet var investert i norske aksjer, mens i underkant av 43 mrd. kroner var investert i obligasjoner fra norske obligasjonsutstedere, jf. figur 4.24. Den nordiske porteføljen bestod av 12 mrd. kroner i aksjer og 8 mrd. kroner i obligasjoner.

4.2.1.3 AVKASTNING

SPN fikk en avkastning på -3,9 prosent i 2011, målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader. Årsaken til den negative avkastningen var svak utvikling i aksjemarkedene. Avkastningen av den norske aksjeforføljen var -10,9 prosent, mens avkastningen av den nordiske aksjeforføljen var -17,5 prosent, jf. tabell 4.5. Avkastningen av den norske obligasjonsporteføljen til SPN var 7,8 prosent, mens avkastningen av den nordiske obligasjonsporteføljen var 8,0 prosent. Alle avkastningstall er her oppgitt før fradrag for forvaltningskostnader.

Avkastningen av fondet sammenliknes med en referanseindeks. Samlet sett oppnådde Folketrygd-fondet i 2011 en avkastning før fradrag for kostnader som var 1,3 prosentenheter bedre enn avkastningen av referanseindeksen.

Meravkastningen i den norske aksjeforføljen var 1,6 prosentenheter. Store deler av meravkastningen ble oppnådd ved at fondet ikke var investert i selskaper som hadde en svak utvikling i 2011.

I den nordiske aksjeforføljen var avkastningen 0,8 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen. Valg av selskaper innen industrisektoren i Sverige bidro til mindrevkastningen. Aksjer i sykliske bransjer stiger mye når den økonomiske

veksten er sterk, men gjør det dårlig når veksten avtar. Tilsvarende gjør aksjer i såkalte defensive bransjer det relativt godt i forhold til markedet når det er dårlige tider. Utskiftninger mellom sykliske og defensive aksjer slo ugunstig ut for avkastningen i den nordiske aksjeforføljen.

I den norske obligasjonsporteføljen var meravkastningen 1,6 prosentenheter. Høyere innslag av selskapsobligasjoner enn i referanseindeksen slo gunstig ut. I tillegg var kredittvurderingen i gjennomsnitt noe lavere i porteføljen enn i referanseindeksen. Den norske obligasjonsporteføljen i SPN er investert i et betydelig større antall obligasjoner og utstedere enn referanseindeksen. Som et resultat er fondet mindre utsatt for negative hendelser i enkelt-selskaper. Kredittvurderingen til Eksportfinans ble nedgradert fra høyeste nivå til å bli sett på som høyrisiko da det ble kjent at et statlig organ ville overta ordningen med offentlig støttede eksportkreditter. Nedgraderingen medførte at obligasjonene utstedt av Eksportfinans falt kraftig i verdi. På dette tidspunktet var SPN undervektet obligasjoner fra selskapet, noe som bidro med om lag 1 prosentenheter til meravkastningen i den norske obligasjonsporteføljen.

Avkastningen av den nordiske obligasjonsporteføljen var om lag 0,2 prosentenheter høyere enn referanseindeksen. Årsaken til meravkastningen var at andelen selskapsobligasjoner var høyere enn i referanseindeksen, og høy oppnådd avkastning på selskapsobligasjonene.

Departementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning av SPN på 1/4–1/2 prosentenheter i gjennomsnitt over tid. Siden 1998 har meravkastningen i SPN vært i overkant av 0,5 prosentenheter, jf. figur 4.28. For perioden 1998-2011 har departementet beregnet at brutto meravkastning for fondet totalt tilsvarer om lag 6 mrd. kroner, jf. figur 4.29.

4.2.1.4 RISIKO OG RAMMER

Risikoen i fondet

Standardavviket er et mål på hvor mye avkastningen av fondet svinger. Figur 4.30 viser utviklingen i standardavviket til referanseindeksene til fondet siden 1998. Standardavviket til SPNs referanseindeks var lavere ved utgangen av 2011 enn ett år tidligere. Nedgangen var i stor grad påvirket av en reduksjon i standardavviket til den norske aksjeindeksen mot slutten av året.

Samvariasjonen mellom aksje- og obligasjonsindeksene ble noe mindre negative i løpet av 2011, jf. figur 4.31. Det betyr at avkastningen fra aksje- og obligasjonsporteføljene i noe mindre grad enn i 2010 utjevnet hverandre gjennom året. Isolert sett bidro dette til å øke den totale risikoen i fondet noe.

Relativ risiko

I mandatet for SPN er det stilt krav om at Folkestrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at annualisert forventet relativ volatilitet ikke skal overstige 3 prosentenheter. Ifølge Folkestrygdfondet har nivået gjennom 2011 variert mellom 0,5 og 1,0 prosentenheter, og var 0,7 prosentenheter ved utgangen av året. Over tid bør realisert relativ volatilitet være om lag på nivå med den forventede relative volatiliteten som ble beregnet på forhånd. Realisert relativ volatilitet de siste 12 månedene var ved utgangen av 2011 på om lag 0,4 prosentenheter, jf. figur 4.32.

Figur 4.33 viser utviklingen i standardavviket både for referanseindeksen til SPN og fondets faktiske portefølje. I store deler av den aktuelle perioden har standardavviket i fondet vært noe lavere enn standardavviket i referanseindeksen. Dette har spesielt gjort seg gjeldende i perioder der svingningene i markedet har økt. I all hovedsak er det risikoen i referanseindeksen som er avgjørende for risikoen i fondet, men figuren viser at den aktive forvaltningen i Folkestrygdfondet i perioder har bidratt til å redusere totalrisikoen noe.

Kredittrisiko

Obligasjoner med høy kredittrisiko (svak «rating») inngår ikke i referanseindeksen til SPN, men Folkestrygdfondet har i tråd med mandatet adgang til å investere i slike obligasjoner. Departementet har fastsatt at Folkestrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at slike obligasjoner under normale markedsforhold ikke utgjør mer enn 25 prosent av markedsverdien av selskapsobligasjonene i obligasjonsporteføljen. Selskapsobligasjoner utgjør 70 prosent av den strategiske referanseindeksen. Rammen vil da tilsvare om lag 18 prosent av den samlede obligasjonsporteføljen. Ved utgangen av året besto om lag 13 prosent av den norske obligasjonsporteføljen av obligasjoner med slik kredittvurdering, mens andelen i den nordiske obligasjonsporteføljen var i overkant av 3 prosent.

Store deler av det norske obligasjonsmarkedet består av obligasjoner som ikke har en ekstern kredittvurdering. For at SPN skal investere i slike obligasjoner, er det i mandatet stilt krav om at Folkestrygdfondet skal foreta en intern kredittvurdering. Ved utgangen av 2011 viste kombinasjonen av interne og eksterne kredittvurderinger at om lag 60 prosent av obligasjonsporteføljen hadde kredittvurderingen «A» eller svakere.

Sammenfall

Figur 4.34 viser sammenfall mellom SPNs aksjeporteføljer og referanseindeksene. Ved utgangen av

2011 var sammenfallet mellom den norske aksjeporteføljen og referanseindeksen om lag 91 prosent. Sammenfallet mellom den nordiske aksjeporteføljen og indeksen var i overkant av 82 prosent.

4.2.1.5 KOSTNADER

Ifølge mandatet fra Finansdepartementet skal Folkestrygdfondet få dekket de faktiske forvaltningskostnadene innenfor en ramme som settes som et kronebeløp. Kronebeløpet er fastsatt på bakgrunn av et begrunnet forslag fra Folkestrygdfondet der de samlede kostnadene framkommer som summen av enkeltkomponenter. Departementet setter en ramme for de samlede kostnadene. Departementet tar ikke stilling til hver enkelt kostnadskomponent, og styrer derfor heller ikke enkeltelementer.

Forvaltningskostnadene i forbindelse med SPN i 2011 utgjorde 109,7 mill. kroner, godt innenfor den fastsatte rammen på 124 mill. kroner. Målt som andel av kapital til forvaltning utgjorde kostnadene 8,3 basispunkter (0,083 prosent).

Figur 4.35 viser utviklingen i forvaltningskostnadene i SPN over tid. Både kronemessig og målt som andel av kapital til forvaltning har kostnadene økt betydelig siden 2006. I denne perioden har det samtidig skjedd betydelige endringer i forvaltningen. I 2006 ble kontolånsordningen avvirket, noe som reduserte kapitalen i SPN med i overkant av 100 mrd. kroner. Dette skjedde uten at kostnadene ble påvirket i stor grad. Aksjeandelen ble økt fra om lag 20 prosent ved inngangen til 2006 til en strategisk vekt på 60 prosent i 2008. I 2008 ble også Folkestrygdfondet omdannet til et særlovselskap, og det ble stilt betydelig strengere krav til styring og kontroll av risiko og rapportering. Dette medførte at Folkestrygdfondet måtte foreta betydelige investeringer på systemsiden, samt øke antall årsverk for å tilfredsstille de nye kravene.

Selskapet CEM Benchmarking Inc. sammenliknet forvaltningskostnadene i SPN i 2010 med kostnadene til andre fond. Sammenlikningen viste at kostnadene i SPN var betydelig lavere enn gjennomsnittet for de andre fondene. Den viktigste årsaken til de lave kostnadene er at fondet kun har intern forvaltning som gjennomgående er billigere enn ekstern forvaltning.

Folkestrygdfondet etablerte i 2011 en ordning med variabel lønn. Ordningen skjer innenfor den samlede rammen for forvaltningskostnader som er fastsatt av departementet. Alle i organisasjonen er inkludert i ordningen, med unntak av administrerende direktør og styret. Folkestrygdfondet betrakter variabel lønn som et virkemiddel både for å beholde og videreutvikle ansatte og sikre god rekruttering i framtiden. I tillegg er variabel lønn innført som et virkemiddel for å oppnå mål som gir Folkestrygdfondet

varige forbedringer i forvaltningen innenfor prioriterte områder.

Vilkårene for opptjening av variabel lønn er avhenging av stillingstype. Ifølge Folketrygdfondet legges det for ansatte med kontrolloppgaver kun vekt på kvalitative mål, for å unngå at de som utfører kontrolloppgaver skal ha egeninteresse av resultatene.

Langsiktigheten i forvaltningen ivaretas ved at meravkastningen måles over tre år. Opptjent variabel lønn vil bli utbetalt over flere år etter styrets beslutning. Normalt vil halvparten utbetales i første kvartal året etter opptjeningen. Den delen av variabel lønn som ikke utbetales umiddelbart, plasseres i en bonusbank med utbetaling over tre år. Styret står fritt til å beslutte om opptjent, men ennå ikke utbetalt variabel lønn, skal reduseres et senere år.

For 2011 var gjennomsnittlig måloppnåelse i forhold til fastsatte (kvantitative og kvalitative) kriterier i overkant av 80 prosent. Det ble i 2011 satt av 9,5 mill. kroner til variabel lønn, inklusive arbeidsgiveravgift.

4.2.1.6 DEPARTEMENTETS VURDERING AV RESULTATENE I SPN

Resultatene i 2011 var preget av høy avkastning i obligasjonsporteføljen og svak utvikling i fondets aksjeforfølje. Investeringsstrategien er basert på en lang horisont, og departementet viser til at en må være forberedt på betydelige svingninger i fondets avkastning fra år til år. Departementet er tilfreds med resultatene som er oppnådd i den aktive forvaltningen av SPN samlet i 2011 og over tid.

4.2.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

4.3 **Oppfølgingen av rammeverket for forvaltningen**

4.3.1 *Sammendrag*

4.3.1.1 EIENDOMSINVESTERINGER I SPU

Finansdepartementet fastsatte retningslinjer for investeringer i eiendom 1. mars 2010, jf. Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009. Ifølge mandatet for SPU skal Norges Bank plassere inntil 5 prosent av kapitalen i en egen eiendomsportefølje. Andelen investert i obligasjoner skal reduseres tilsvarende. Som beskrevet i Meld. St. 10 (2009–2010) er det forventet at det vil ta mange år å bygge opp en eiendomsportefølje i denne størrelsesorden. Det er også forventet at porteføljen de første årene vil være konsentrert om europeiske eiendomsmarkeder.

SPUs første eiendomsinvestering, kjøpet av 25 prosent av The Crown Estates Regent Street-portefølje i London, ble fullført 1. april 2011. Kjøpesum-

men var 452 mill. pund (4,2 mrd. kroner). I juli fulgte kjøpet av 50 prosent av syv eiendommer i og omkring Paris fra AXA-gruppen, som er et fransk forsikringskonsern. Kjøpesummen var på 702,5 mill. euro (5,5 mrd. kroner).

I begge tilfeller inngikk Norges Bank og selger et partnerskap, som gjennomførte ytterligere investeringer i løpet av året. Regent Street-partnerskapet, som fordeler inntektene og kostnadene med 25 prosent til SPU og 75 prosent til The Crown Estate, kjøpte i tredje kvartal to bygninger ved Regent Street for 28 mill. pund. Partnerskapet med AXA kjøpte i desember tre bygg i Paris for 290 mill. euro, og fordelte investeringene med 50 prosent til fondet og 50 prosent til AXA.

Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer i 2011 var -4,4 prosent, jf. nærmere omtale i avsnitt 4.1.

Investeringer i unotert eiendom skiller seg fra investeringer i noterte aksjer og obligasjoner. Risikoen for tap ved investeringer i børsnoterte aksjer og obligasjoner er normalt avgrenset til investert beløp, mens investeringer i eiendom medfører risiko for tap utover dette. En eier kan bli holdt ansvarlig for mer enn det investerte beløpet som følge av for eksempel tvister med leietakere eller naboer eller skader på eiendom.

Det er viktig å klargjøre og avgrense risikoen ved enhver investering. Norges Bank vil som regel investere i eiendom gjennom datterselskap, slik at det økonomiske ansvaret begrenses til kapitalen i datterselskapet. Investeringene i eiendom vil dermed normalt bli ført i regnskapet for datterselskapene. Mellom de ulike enhetene i en selskapsstruktur vil konsernterme lån vanligvis benyttes. Bruken av slike selskapsstrukturer er i tråd med etablert praksis blant store eiendomsinvestorer.

Mange internasjonale institusjonelle investorer, som pensjonsfond og forsikringsselskaper, er i likhet med SPU fritatt fra beskatning i sine hjemland. Slike investorer etablerer derfor ofte selskapsstrukturer i jurisdiksjoner hvor skattesystemene, eventuelt i kombinasjon med skatteavtaler, medfører at mesteparten av avkastningen blir skattepliktig i investorenes hjemland, jf. blant annet St.meld. nr. 16 (2007–2008) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007.

Ifølge mandatet for SPU skal Norges Bank søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader. Skatt kan være et viktig kostnadselement. Norges Bank peker i årsrapporten for forvaltningen av SPU i 2011 på at det er viktig at investeringene skattlegges på en korrekt måte etter lokalt regelverk, men også at fondet ikke belastes med større skattekostnader enn nødvendig. Ved eiendomsinvesteringer vil skattepo-

sisjonen til både Norges Bank og motparten i transaksjonen ha betydning for prisingen.

I motsetning til mange andre institusjonelle investorer har departementet fastsatt retningslinjer for hvor eiendomsselskaper og -fond opprettet av Norges Bank som del i forvaltningen av SPU, kan være etablert. Unoterte eiendomsselskaper og -fond skal være etablert i OECD-land, land som Norge har skatteavtaler med eller i andre land som Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra. England, Frankrike og Luxembourg tilfredsstiller disse kravene.

For eiendomsinvesteringen i London har Norges Bank opprettet fem britiske selskap. Selskapsstrukturen framgår i boks 4.3, figur 4.36. Tilsvarende strukturer er vanlige ved eiendomsinvesteringer i England. Ved direkte eiendomsinvesteringer er Norges Bank og SPU i utgangspunktet fritatt for å betale britisk inntektsskatt, selskapskatt og skatt av gevinster ved salg av eiendom. Strukturen som er beskrevet i boks 4.3 inneholder blant annet selskaper som ikke er egne skattesubjekter, såkalte skattetransparente selskaper. Strukturen beskytter bankens interesser og begrenser bankens ansvar, samtidig som SPUs skatteposisjon ivaretas.

Tilsvarende hensyn er tatt ved investeringene i Frankrike. For eiendomsinvesteringene i og omkring Paris har Norges Bank opprettet selskap i både Luxembourg og Frankrike. Selskapsstrukturen framgår i boks 4.3, figur 4.37. Det heleide datterselskapet NBIM SÀRL (Société à Responsabilité Limitée) i Luxembourg skal være et holdingselskap for å eie og administrere eiendomsinvesteringer i Fastlands-Europa. De fleste av investeringene i regionen vil derfor skje gjennom dette datterselskapet, noe som betyr at NBIM SÀRL på sikt vil få ytterligere eierinteresser i selskaper som direkte eller indirekte er investert i eiendom. Selskapets oppgaver vil også omfatte regnskapsføring, bokføring og overføring av leieinntekter til Norges Bank samt oppgaver som sikrer at fondet etterlever lokalt regelverk.

Luxembourg blir ofte brukt som base av internasjonale eiendomsinvestorer, jf. omtale i Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010. Det skyldes blant annet forutsigbare og solide juridiske rammebetingelser og skatteregelverk. Skatteinivået i landet er moderat ved at en lav del av bruttoinntektene blir skattlagt. Luxembourg har i tillegg et godt utbygd traktatnettverk som medfører at investorer ikke blir dobbelbeskattet ved investeringer i land Luxembourg har skatteavtaler med.

Bankens avtaler og selskapsdokumenter sikrer nødvendig innsyn i selskapene for bankens internrevisjon, som er hovedstyrets tilsynsorgan, for bankens eksterne revisjon, og for representantskapet, som er Stortingets tilsynsorgan for Norges Bank.

Norges Banks forvaltning og kontroll av investeringene i eiendom er beskrevet nærmere i en egen temaartikkel i Norges Banks årsrapport for SPU i 2011.

4.3.1.2 NORGES BANKS RAMMEVERK FOR VURDERING AV MOTPARTSRISIKO

Motpartsrisiko er risikoen for tap som følge av at en kontraktsmotpart ikke oppfyller sine juridiske forpliktelser. Denne typen risiko oppstår blant annet når det blir inngått derivatkontrakter som ikke er børsnotert og i forbindelse med oppgjør av verdipapirhandler.

I mandatet for SPU er det stilt krav om at Norges Bank skal fastsette prinsipper for måling og styring av motpartsrisiko. Banken har nedfelt slike prinsipper i dokumentet Executive Board's Principles for Risk Management in Norges Banks Investment Management (NBIM), mens det i dokumentet Investment Mandate er fastsatt rammer for motpartseksponering. Norges Bank rapporterer om motpartsrisiko i forvaltningen av SPU i kvartals- og årsrapportene om fondet.

Norges Banks representantskap har, etter innspill fra departementet og ved hjelp av bankens eksterne revisor, fått vurdert rammeverket for risikostyring og kontroll av motpartsrisiko knyttet til forvaltningen av SPU, jf. boks 4.4. Revisor har vurdert om rammeverket er i tråd med anerkjente standarder og etablert praksis og om det er tatt i bruk slik det er utformet.

Vurderingen har tatt utgangspunkt i et sett målekriterier som er avledet fra relevante standarder, og fra erfaring med praksis i andre organisasjoner. Revisor har med dette som utgangspunkt sett på skriftlig dokumentasjon og avholdt møter mv. for å kartlegge om bankens rammeverk og prosedyrer for styring og kontroll av motpartsrisiko er i samsvar med de etablerte målekriteriene.

Revisor konkluderer i sin rapport med at Norges Bank i det alt vesentlige har utformet og tatt i bruk et rammeverk for risikostyring og kontroll av motpartsrisiko som er i samsvar med de etablerte målekriteriene, jf. omtale i Representantskapets rapport til Stortinget av 27. mars 2012. Revisors attestasjonsrapport er offentliggjort på Norges Banks internettsider.

4.3.1.3 FOLKETRYGDFONDETS SYSTEM FOR INTERNKONTROLL OG FOR Å OVERHOLDE MANDATET

Folketrygdfondet forestår forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN) på vegne av og i henhold til et mandat fastsatt av departementet. Som del av oppfølgingen av Folketrygdfondets forvaltning er det etablert en ordning med attestasjonsoppdrag, i tråd med det som gjelder for Norges Banks forvalt-

ning av SPU, jf. boks 4.4. Attestasjonsoppdraget for 2011 omfatter Folketrygdfondets internkontrollsystem og overholdelse av mandat.

Revisor har i sin attestasjonsuttalelse for 2011 konkludert med at en ikke har fått kjennskap til forhold som gir grunn til å anta at Folketrygdfondets internkontrollsystem ikke i det alt vesentlige er i samsvar med internasjonalt anbefalt praksis. Samtidig peker revisor 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 i denne praksisen. Dette innebærer at fondet må etablere prosesser som skal identifisere ledende praksis internasjonalt i alle deler av organisasjonen og strekke seg mot dette. Revisor framhever blant annet at Folketrygdfondet bør fortsette sitt arbeide med å videreutvikle virksomhetsstyringen. Videre anbefaler revisor at en videreutvikler rapporteringen til styret og ledelsen for å gi enda bedre forståelse for og uavhengig innsikt i resultatet av forvaltningen og porteføljens underliggende risiko. Det anbefales også at Folketrygdfondet ytterligere systematiserer egevalueringene som foreligger styret. Folketrygdfondet bør videre fortsette å videreutvikle utformingen av kontrollen og spesifisere kontrollaktivitetene i sentrale prosesser, herunder prosessen for regnskapsavslutning spesielt. Folketrygdfondet har gjennom egevalueringen identifisert et behov for å arbeide videre med etablering av nøkkelrisikoinndikatorer (såkalte «Key Risk Indicators») for operasjonell risiko. Revisor anbefaler Folketrygdfondet å vurdere dette og at det ses i sammenheng med utvikling av virksomhetsstyringen for øvrig.

Revisor konkluderer for øvrig 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 og mandater fastsatt av Finansdepartementet.

Attestasjonsuttalelsen er offentliggjort på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf).

4.3.2 *Komiteens merknader*

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

4.4 **Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis**

4.4.1 **Sammendrag**

4.4.1.1 INNLEDNING

Departementet legger til grunn at god avkastning på lang sikt er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand samt velfungerende, legitime og effektive markeder. I tråd med utviklingen internasjonalt er det over tid blitt lagt større vekt på å integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige for-

hold i investeringsvirksomheten. En slik strategi samsvarer med FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (UN PRI, se boks 4.5) og er nedfelt i forvaltningsmandatene til Norges Bank og Folketrygdfondet.

Strategien for ansvarlig investeringspraksis i forvaltningen av Statens pensjonsfond er blitt utviklet over tid, jf. figur 4.39. I 1998 fikk fondet anledning til å investere i aksjer. Etter hvert som banken opparbeidet erfaring med forvaltning av aksjer, ble rettighetene som aksjonær gradvis tatt mer i bruk for å sikre fondets finansielle interesser. I 2001 innførte departementet en ordning med utelukkelse av folkerettsstridige investeringer, etter råd fra Petroleumsfondets folkerettsråd. I 2004 innførte departementet nye etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond utland (SPU). Disse retningslinjene gikk på flere punkter lenger enn den folkerettsbaserte uttrekksmekanismen. Bruk av eierrettigheter ble et virkemiddel for å møte fondets etiske forpliktelser. I 2009 ble de etiske retningslinjene evaluert. Evalueringen resulterte i en mer helhetlig strategi for ansvarlig investeringspraksis. Dette ble vurdert å være i tråd med den internasjonale utviklingen på området.

Arbeidet med ansvarlige investeringer omfatter flere områder:

- internasjonalt samarbeid og bidrag til utvikling av beste praksis,
- miljørelaterte investeringer,
- forskning og utredning,
- eierskapsutøvelse og
- observasjon og utelukkelse av selskaper

Både Finansdepartementet, Norges Bank, Folketrygdfondet og Etikkrådet engasjerer seg i den internasjonale debatten om ansvarlig investeringspraksis og samarbeider med andre aktører om å bidra til utvikling av beste praksis og forskning innenfor sine områder. Finansdepartementet deltar i et prosjekt ledet av den ideelle organisasjonen Tomorrow's Company i London sammen med representanter for andre store fond, selskaper og akademikere. Prosjektet har som mål å utvikle en bedre og mer felles forståelse av hva langsiktig bærekraftig verdiskaping innebærer.

Departementet har deltatt i et forskningsprosjekt om virkningen av klimaendringer på kapitalmarkedene. Dette er nærmere omtalt i avsnitt 2.6. Norges Banks, Folketrygdfondets og Etikkrådets aktiviteter innenfor forskning og utvikling av beste praksis er omtalt nedenfor.

Som følge av evalueringen av de etiske retningslinjene i 2009 ble det opprettet særskilte miljørelaterte investeringer. Disse investeringene omfatter mandater for aktiv forvaltning rettet spesielt inn mot blant annet vannforvaltning, miljøteknologi og ren-

energi. Investeringene gjøres innenfor samme regelverk som for fondets øvrige investeringer i aksjer og obligasjoner. Resultatene for de miljørelaterte investeringsmandatene er nærmere omtalt i avsnitt 4.1.

I 2010 fastsatte departementet nye retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis for forvaltningen av SPU. Disse retningslinjene retter seg dels mot Norges Bank og dels mot Etikkrådet. Evalueringen i 2009 tilsa større vektlegging av mulighetene for å bidra til endringer i positiv retning. En viste her til bærekraftsspørsmål og til selskapets atferd innen selskapsstyring og i håndteringen av samfunnsmessige og miljømessige forhold. Evalueringen viste at det var ønskelig å styrke samvirket mellom eierskapsutøvelsen og utelukkelsesmekanismen. De nye retningslinjene har bidratt til dette.

Utøvelsen av eierrettigheter for SPU og SPN bygger på en felles plattform av internasjonalt anerkjente prinsipper, jf. boks 4.5. Samtidig er virkemidlene som brukes i dette arbeidet noe forskjellige i lys av fondenes ulike størrelse og investeringsstrategi. 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 4.4.2 og 4.4.3.

I henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utlands investeringsunivers 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. Ved utgangen av 2011 var 55 selskaper utelukket etter tilrådinger fra Etikkrådet. Departementet har videre satt to selskaper til observasjon i medhold av retningslinjene. Departementet har siden en begynte å utelukke selskaper tatt inn igjen fem selskaper i porteføljen.

Nordiske selskaper (utenom norske) inngår i investeringsuniverset for både SPU og SPN. Departementet 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) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006 og av mandat for forvaltningen av SPN. Finansdepartementet har på denne bakgrunn besluttet å utelukke ett selskap fra SPN.

Etikkrådets arbeid med observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU er beskrevet nærmere i avsnitt 4.4.4.

Utvikling på området for ansvarlige investeringer

Å følge med på og bidra til utviklingen av beste praksis er et viktig element i strategien for ansvarlige investeringer for Statens pensjonsfond. Ansvarlig

investeringspraksis er et felt som er i rask utvikling internasjonalt. Den tematiske bredden er blitt utvidet og nye verktøy, metoder og institusjoner kommet til. Den økte interessen viser seg blant annet gjennom en jevn økning i medlemsmassen i UN PRI både av investorer og andre aktører i finansmarkedene. Utviklingen går langs flere linjer. Blant temaer som har vært mye på dagsordenen i den senere tid kan nevnes hvordan hensyn til miljø, samfunnsmessige forhold og god selskapsstyring (såkalte ESG-forhold) kan integreres bedre i investeringsvirksomheten. Andre aktuelle problemstillinger er knyttet til klimaendringer, spørsmål om for stor vektlegging av kortsiktige hensyn i finansmarkedene, samt eiernes rolle.

Det har videre vært stor oppmerksomhet om metoder og verktøy for rapportering om ESG-forhold. International Integrated Reporting Council (IIRC) har som formål å skape et globalt rammeverk for rapportering som inkluderer både finansiell, samfunnsmessig, styringsmessig og miljømessig informasjon på en klar, konsis, konsistent og sammenliknbar måte. Det er også økt interesse for finansmarkedenes virkemåte, særlig om det er institusjonelle og systemmessige forhold som kan forbedres for å sørge for at hensynet til bærekraft og langsiktig verdiskaping i investeringsvirksomhet blir tatt bedre vare på. Dette omfatter blant annet en diskusjon om bruk av offentlig regulering.

Flere investorer bruker fortsatt utelukkelse som virkemiddel, men det er også en del store institusjonelle investorer som ikke har dette som en del av sin strategi. Noen investorer utelukker selskaper på rent etisk grunnlag (for eksempel flere kirkesamfunn). Dette er ofte tilfellet når selskaper utelukkes på grunn av det de produserer, for eksempel spesielle våpentyper. SPU, de store nederlandske pensjonsfondene APG og PGGM og New Zealand Superannuation Fund er eksempler på fond som utelukker selskaper på et slikt grunnlag. Noen fond utelukker selskaper på grunn av kritikkverdige forhold i måten selskapene driver sin virksomhet på. Dette kan for eksempel være menneskerettighetsbrudd, miljøskade og korrupsjon. I slike saker praktiseres utelukkelse ofte som et siste virkemiddel etter at en har forsøkt å påvirke selskaper til bedre praksis og atferd. De svenske AP-fondene og New Zealand Superannuation Fund har en slik strategi. Det forutsetter et godt samvirke mellom virkemidlene.

Samarbeid mellom investorer er fortsatt et viktig tema. En rekke ulike initiativer og organisasjoner engasjerer seg på vegne av sine medlemmer i ulike spørsmål for å bedre selskapers praksis. Eksempler på dette er Carbon Disclosure Project, CEO Water Mandate, EITI og Forest Footprint Disclosure. Det er også stor aktivitet i organisasjoner som vil bidra til

bedre standarder for selskapsstyring mv. til fordel for eierne i selskaper, for eksempel International Corporate Governance Network (ICGN) og Asian Corporate Governance Network (ACGA).

4.4.1.2 ANSVARLIG INVESTERINGSVIRKSOMHET OG EIERSKAPSARBEID I SPU

Norges Bank har som overordnet mål for sin eierskapsutøvelse å sikre SPUs finansielle interesser. Dette er i samsvar med mandatet for SPU. Banken skal videre integrere hensynet til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i hele investeringsvirksomheten, i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet. Integrering av disse hensynene skal skje under hensyn til fondets investeringsstrategi og rollen som finansiell forvalter. Norges Bank har i 2011 etablert og offentliggjort retningslinjer for ansvarlig investeringsvirksomhet. Retningslinjene beskriver ulike typer risiko for miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring. Disse risikofaktorene skal det tas hensyn til i blant annet de investeringsanalysene som porteføljeforvalterne utfører og når nye markeder og instrumenter blir vurdert og godkjent, samt når banken utøver eierskap.

Norges Bank etablerte i 2011 en database med informasjon om miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring. Databasen inneholder informasjon fra både eksterne og interne kilder og dekker 4 000 av selskapene fondet er investert i. Databasen er til bruk for hele organisasjonen og er særlig tilrettelagt for porteføljeforvaltere og investeringsanalytikere. Formålet er å ha lett tilgjengelig informasjon som kan benyttes i forbindelse med investeringsbeslutninger.

Norges Banks eierskapsarbeid tar utgangspunkt i internasjonalt anerkjente globale standarder, som OECDs Principles of Corporate Governance, OECDs Guidelines for Multinational Enterprises og FNs Global Compact (se omtale i boks 4.5). De utfylles av Norges Banks retningslinjer for selskapsstyring og stemmegivning og Norges Banks forventningsdokumenter.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet for SPU

Norges Bank har videreutviklet og styrket eierskapsarbeidet i løpet av 2011. Arbeidet bygger på at den beste muligheten for gjennomslag oppnås ved å arbeide langsiktig og forutsigbart innenfor områder som er finansielt relevante for fondet og for andre investorer. Norges Bank har valgt ut følgende strategiske satsingsområder:

- likebehandling av aksjonærer
- aksjonærenes rett til innflytelse og styrets ansvar overfor aksjonærene
- velfungerende, legitime og effektive markeder

- klimaendringer (se boks 4.7),
- vannforvaltning og
- barns rettigheter

God selskapsstyring er grunnlaget for utvikling av lønnsom forretningsdrift. Det sikrer aksjonærenes rettigheter og en fordeling av verdiskapingen i henhold til aksjonærfordelingen. Retten til likebehandling og innflytelse for aksjonærer er derfor sentral for Norges Banks eierskapsarbeid. Satsingsområdet velfungerende, legitime og effektive markeder berører svært grunnleggende spørsmål om markedenes funksjonsmåte og omfatter også spørsmål om god selskapsstyring. Videre har Norges Bank oppmerksomhet på miljø- og samfunnsmessige forhold som påvirker selskapenes rammebetingelser og utvikling, og dermed også verdiene i fondet. Satsingsområdene klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter er valgt ut på bakgrunn av slike hensyn.

Virkemidler i eierskapsarbeidet

Når en investering er gjort, er stemmegivning på generalforsamlinger et av de viktigste virkemidlene for en aksjonær. Norges Bank benytter seg også av dialog med enkeltelskaper, samarbeid med andre investorer, deltakelse i internasjonale nettverk og organisasjoner, innspill til regulerende myndigheter, kontakt med forskningsmiljøer og offentlig kommunikasjon av standpunkter og forventninger. Ved valg av virkemiddel vurderes blant annet muligheten for gjennomslag sett i forhold til ressursbruken.

Stemmegivning

Norges Bank benytter sine rettigheter som aksjonær til å stemme på generalforsamlinger (se boks 4.6). Aksjonærer kan ivareta sine interesser ved i fellesskap å beslutte om styrets forslag skal godkjennes i saker som kapitalutvidelser, større transaksjoner, vedtektsendringer og styrevalg. I et mindre antall aksjonærmøter stemmes det også over forslag som er framsatt av aksjonærer, men som ikke har styrets støtte. Slike forslag kan være vedtektsendringer, anmodninger til styret eller alternative styrekandidater. Banken har etablert egne retningslinjer for stemmegivning og offentliggjør stemmegivningen i hver enkelt sak.

Banken legger særlig vekt på styrets ansvar for å overvåke og sette gode rammer for ledelsen og for å informere og likebehandle aksjonærene. Det er derfor nødvendig å måle styrets innsats opp mot de langsiktige resultatene for virksomheten. Banken legger vekt på å utvikle og beskytte aksjonærenes rett til å framtvinge styreendringer når dette er nødvendig. Aksjonærenes faktiske adgang til å holde styret ansvarlig varierer fra marked til marked og avhenger både av lovgivning, standarder og markedspraksis.

Men også viljen og evnen blant aksjonærene selv til å ivareta sine langsiktige eierinteresser er avgjørende.

Norges Bank mener at et selskaps styre bør ledes av en person som ikke inngår i selskapsadministrasjonen. For tredje år på rad har banken fremmet aksjonærforslag til generalforsamlingen i fire amerikanske selskaper og bedt om vedtektsendringer som hindrer at administrerende direktør også kan inneha styreleder vervet. Ingen av forslagene er blitt vedtatt, men oppslutningen har vært økende år for år.

En rekke av aksjonærforslagene fremmet i 2011 av investorer globalt krevde at selskaper skal ha mål om å redusere utslipp av drivhusgasser og å rapportere om tiltak for å senke utslippene. Antallet aksjonærforslag som omhandlet klimaendringer sank i 2011 sammenliknet med 2010. Aksjonærforslag om bedre vannforvaltning økte derimot i antall i samme periode. Økningen kan i stor grad tilskrives forslag hvor aksjonærer ber om rapportering av miljømessige konsekvenser ved produksjon av skifergass og om vannforurensning fra kullkraftverk. Banken registrerer en reduksjon i antall aksjonærforslag som krever at selskaper vedtar retningslinjer for å ivareta menneskerettigheter eller som omhandler globale standarder for arbeidsforhold.

Aksjonærforslag om miljø- og samfunnsforhold blir vurdert spesielt av analytikere i Norges Bank. Hvert enkelt forslag vurderes med utgangspunkt i bankens generelle retningslinjer.

Oppfølging av enkeltelskaper

Innenfor de utvalgte satsingsområdene utøver Norges Bank aktivt eierskap i enkeltelskaper. Banken arbeider for å kunne stille styret til ansvar for selskapets resultater og hvilken risiko selskapet påtar seg, samt for å sikre at minoritetsaksjonærer ikke blir urettferdig behandlet. Banken gir uttrykk for forventninger til styremedlemmenes kvalifikasjoner og til kvaliteten på styrets nominasjonsprosess. For å beskytte minoritetsaksjonærene mot utvanning legger Norges Bank vekt på åpenhet om selskapenes transaksjoner med nærstående parter og på å forsvare aksjonærenes fortrinnsrett ved emisjoner.

Norges Bank er til tross for prosentvis lav eierandel ofte blant selskapenes aller største aksjonærer. Bankens mening om selskapenes strategi, drift, risiko, kapital sammensetning og ledelse blir derfor forespurgt i stadig økende grad. Selskapene er spesielt interessert i hvordan Norges Bank vil stemme ved generalforsamlinger og hvordan banken forholder seg til spesielle situasjoner som måtte oppstå i løpet av året. Denne kontakten bidro eksempelvis til å påvirke flere selskapers styresammensetning og nominasjonsprosess i 2011. Bankens kompetanse på enkeltelskaper og -sektorer blir her stadig viktigere.

Norges Bank har en systematisk tilnærming til satsingsområdene klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter. Selskaper i sektorer som er spesielt utsatt for risiko på disse tre satsingsområdene blir årlig vurdert i forhold til bankens forventninger. Resultatene av vurderingene blir gjort offentlig tilgjengelig i årlige sektorrapporter. Et utvalg av selskapene blir videre fulgt opp gjennom dialog.

Norges Bank vil i enkelte saker benytte søksmål ved domstolene som virkemiddel i eierskapsutøvelsen. Dette vil kunne omfatte søksmål rettet mot utstedere av aksjer eller obligasjoner der fondet har lidt økonomisk tap på grunn av selskapets eller ledelsens atferd. Banken og enkelte tyske investorer ba i 2010 en tysk domstol om å granske om styret i Porsche SE hadde gått utover sine fullmakter og utsatt selskapet for høy risiko i sitt forsøk på å ta kontroll over Volkswagen AG. Grunnlaget for anmodningen falt i 2011 bort etter at de tyske investorene forhandlet fram en løsning som førte til at Porsche utbetalte et ekstraordinært utbytte for preferanseaksjonærer og ga en intensjonserklæring om bedre selskapsstyring.

Banken benytter for øvrig også i andre sammenhenger søksmål som virkemiddel i rollen som aksjonær. I 2011 gikk Norges Bank og 14 andre institusjonelle investorer sammen om å fremme et krav i en distriktsdomstol i USA mot Countrywide Financial Corporation. Countrywide var tidligere USAs største utlåner til boligsektoren, og saken gjaldt feilaktig informasjon til markedet. Saken ble løst mot slutten av 2011 ved at partene kom til enighet.

Norges Bank har tidligere tatt ut enkelte andre aksjonærsøksmål, og tre av disse sakene var fremdeles til behandling ved utgangen av 2011. I tillegg melder banken inn krav i henhold til forlik eller rettsavgjørelser i gruppesøksmål.

Samarbeid med andre investorer

Norges Bank har jevnlig kontakt med andre forvaltningsinstitusjoner for å samarbeide om dialog med enkeltelskaper eller for å utveksle informasjon og vurderinger. I 2011 diskuterte banken stemmegivning, kapitalutvidelser, styreendringer og saker knyttet til satsingsområdene vann, klima og barns rettigheter.

Banken har i flere år samarbeidet med enkelte andre investorer om selskapers håndtering av risiko som kan følge av klimaendringer. I 2011 fortsatte Norges Bank samarbeidet med finansinstitusjonen TIAA-CREF om å ha en dialog med et utvalg amerikanske selskaper i spesielt risikoutsatte sektorer. Målet for dette arbeidet er at selskapene bedrer måten de håndterer og rapporterer på om risikoen de er utsatt for. I samarbeid med det nederlandske pensjonsfondet PGGM innledet Norges Bank i 2011 dialog med indiske og kinesiske selskaper om deres

håndtering av risiko forbundet med vannforbruk og rapporteringen om dette.

Banken undertegnet i 2011 en investorerklæring som støtter FNs retningslinjer for næringsliv og menneskerettigheter som ble godkjent av FNs menneskerettighetsråd 16. juni 2011. Arbeidet med retningslinjene ble ledet av professor John Ruggie fra Harvard University. Professor Ruggie er FNs spesialrepresentant for menneskerettigheter og næringsliv. Retningslinjene er en global standard som blant annet definerer selskapers rolle i å hindre brudd på menneskerettighetene eller negativ innvirkning på menneskerettighetssituasjonen.

Norges Bank var én av investorene som i oktober 2011 skrev under på «2011 Global Investor Statement on Climate Change» (se boks 4.7).

Norges Bank deltar i organiserte investornettverk som for eksempel International Corporate Governance Network (ICGN) og Principles for Responsible Investment (PRI). For å styrke sitt arbeid i Asia har banken inngått en sponsoravtale med Asian Corporate Governance Association (ACGA). ACGA arbeider med investorer, selskaper og regulerende myndigheter for å forbedre selskapsstyring i Asia. Banken har videre fornyet en treårig avtale som hovedsponsor for CDP Water Disclosure.

Bransjeinitiativ

Norges Banks eierskapsarbeid gjennomføres også innenfor rammen av ulike bransjeinitiativ. Banken søker på denne måten å etablere dialog mellom selskaper innen samme sektor.

Siden 2008 har Norges Bank, sammen med det nederlandske fondet APG, konsentrert seg spesielt om å følge barnearbeid i kakaoproduksjon. Banken avsluttet i 2011 sin dialog med selskapene på dette området. Den mente da at aktørene i bransjen selv har gjort framskritt på flere områder. Blant annet ble et bransjeinitiativ, med en handlingsplan for å bekjempe barnearbeid i kakaoproduksjonen i Vest-Afrika, lansert høsten 2010. Gjennom et samarbeid med myndighetene i Ghana og Elfenbenskysten og det amerikanske arbeidsdepartementet har selskapene forpliktet seg til å redusere de verste former for barnearbeid i kakaoproduksjonen i disse landene med 70 prosent innen 2020. I oktober 2011 ble den første rapporten om arbeidet publisert. Bransjeinitiativet har også inngått et samarbeid med International Labour Organization (ILO) for å bekjempe barnearbeid i kakaoproduksjonen i Vest-Afrika. Norges Bank vil fortsette å følge utviklingen og selskapene i bransjen for å påse at handlingsplanen gir konkrete resultater.

Norges Bank har over en lengre periode også arbeidet med et bransjesamarbeid om å motvirke uheldig barnearbeid i frøproduksjon i India. Det har

vært tegn til bedring de siste årene. Banken fortsatte likevel dialogen med aktuelle selskaper i 2011.

Bedring av markedsstandarder

Ved å få myndigheter og andre standardsettere til å høyne kravene til selskapsstyring, kan aksjonærene lettere holde styret og ledelsen ansvarlig for sine beslutninger og styrke beskyttelsen av aksjonærenes rettigheter.

Banken avga som investor høringsuttalelse til EU-kommisjonens dokument om eierstyring og selskapsledelse i selskaper i Europa. Banken framhevet blant annet at det er aksjonærenes ansvar å overvåke selskapsstyrene og deres aktiviteter og at en mer åpen, standardisert og gjennomførbar europeisk regulering ville lette dette arbeidet. Banken mente det var nødvendig med mer informasjon om styremedlemmenes kvalifikasjoner. Videre etterlyste banken et system som i større grad kan bedømme selskapene opp mot standarder for eierstyring og selskapsledelse. Bankens høringsuttalelser er tilgjengelige på nettsidene til Norges Bank Investment Management (www.nbim.no).

Norges Bank kan fremme vedtektsforslag i enkeltelskaper dersom lovgivningen ikke gir tilstrekkelig beskyttelse av aksjonærenes interesser. I det amerikanske markedet har denne framgangsmåten vært benyttet av investorer for å endre faktiske markedsstandarder. Et eksempel er å innføre krav til kvalifisert flertall ved styrevalg. Norges Bank fremmet i 2011 vedtektsforslag som skal lette adgangen til å fremme forslag til alternative styremedlemmer i USA, jf. omtale i boks 4.8.

Norges Bank er også i dialog med aktører som setter standarder i finansmarkedene. Gjennom dette søker banken å styrke og harmonisere internasjonale standarder for håndtering og rapportering av risiko for miljø og samfunn. I januar 2011 deltok banken i en høring i regi av EU-kommisjonen om mulige endringer i reguleringene av selskapers rapportering av ikke-finansiell informasjon. Norges Bank støtter forslag om at børsnoterte selskaper skal rapportere om ikke-finansiell informasjon som er relevant for selskapets virksomhet.

Banken deltok også i første høringsrunde i Global Reporting Initiative (GRI) sin revidering av retningslinjene for rapportering om bærekraft. Norges Bank oppfordret til å utvikle et rapporteringssystem for miljø- og samfunnsmessige forhold som gjør det mulig å måle og sammenlikne selskaper. Banken fremmet dette synet også i en høringsuttalelse til organisasjonen International Integrated Reporting Committee (IIRC). IIRC utvikler et nytt internasjonalt rapporteringsrammeverk som skal integrere slik rapportering. I et brev argumenterte Norges Bank sammen med investorene APG og CalPERS for et

rammeverk som oppfordrer selskaper til å forklare hvordan miljø- og samfunnsmessige risikofaktorer er relevante for selskapets økonomiske resultater og framtidige verdiskaping.

Kommunikasjon og forventningsdokumenter

Norges Banks eierskapsutøvelse er langsiktig og prinsippbasert. Som investor formulerer banken forventninger innenfor de ulike satsingsområdene for eierskapsutøvelsen. De publiserte forventningsdokumentene gjør kommunikasjon med selskaper og andre interessenter lettere.

Forventningsdokumenter om selskapers håndtering av klimaendringer, om barnearbeid og om vannforvaltning er publisert tidligere. Banken vil også legge fram tre nye forventningsdokumenter som beskriver bankens øvrige satsingsområder. Likebehandling av aksjonærer og ansvarliggjøring av styret er omhandlet i bankens prinsipper for selskapsstyring og retningslinjer for stemmegivning, og vil bli utdypet i to av disse forventningsdokumentene. Videre utarbeider Norges Bank et forventningsdokument om satsingsområdet velfungerende, legitime og effektive markeder. Banken tar sikte på å ferdigstille dokumentet etter en høring med utvalgte interessenter, og deretter offentliggjøre det. Selskapers åpenhet og rapportering er et av temaene som vil bli beskrevet i dette dokumentet.

Siden selskapers åpenhet og rapportering generelt er viktig for SPU som et stort internasjonalt fond, er temaet dekket i flere sentrale dokumenter for eierskapsarbeidet i Norges Bank. Det er dekket både i bankens prinsipper for selskapsstyring og retningslinjer for stemmegivning og i de eksisterende forventningsdokumentene.

Forventningsdokumentene er sentrale i strategien for bankens eierskapsarbeid, men andre typer kommunikasjon benyttes også. I 2011 arrangerte Norges Bank et seminar om fordelene ved at selskaper rapporterer om risiko for liten tilgang på og forurensning av vann. Seminaret ble arrangert som en del av World Water Week i Stockholm. På Verdens dag mot barnearbeid 12. juni 2011 offentliggjorde Norges Bank for første gang navnene på selskapene som fikk toppkarakter for rapportering om risiko for barnearbeid og brudd på barns rettigheter i sin virksomhet og leverandørkjede. Ved å oppgi navnene på selskapene med høyest poengsum ønsker banken å fremme gode rapporteringsstandarder på dette området. Banken publiserte også statusrapporter for satsingsområdene klimaendringer og vannforvaltning i 2011. Banken vurderte i hvilken grad selskaper rapporterte om sin håndtering av risiko knyttet til disse områdene.

4.4.1.3 ARBEIDET MED ANSVARLIG FORVALTNINGSPRAKSIS OG EIERSKAPSARBEID I SPN

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet som bygger på Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (NUES) og FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI), samt OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse.

Folketrygdfondet har tidligere hatt ett sett prinsipper for eierskapsutøvelse og ett sett etiske prinsipper. For bedre å gjenspeile helheten i arbeidet har styret i 2011 erstattet disse med et samlet sett av prinsipper for Folketrygdfondets investeringsvirksomhet.

Det er Folketrygdfondets oppfatning at ansvarlig forvaltningspraksis og eierskapsarbeid kan ivareta langsiktige økonomiske, samfunnsmessige og miljømessige interesser. Viktig ESG-informasjon blir tatt inn i selskapsanalyser og brukt ved investeringsbeslutninger. Det kan også medføre finansiell risiko dersom et selskap ikke følger ansvarlig praksis.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet for SPN

I arbeidet med ansvarlig investeringspraksis har Folketrygdfondet valgt å prioritere temaer som rapportering og kommunikasjon, antikorrupsjon og klimagassutslipp. Fondet antar at det innenfor disse feltene er størst økonomisk risiko for SPNs samlede portefølje. Folketrygdfondet har videre valgt å gå dypere inn i to saksområder som er av betydning for den norske aksjeporteføljen. Det gjelder spørsmål om bærekraft i oppdrettsnæringen og ukonvensjonell olje- og gassutvinning.

Som en finansiell investor engasjerer Folketrygdfondet seg også i eierspørsmål som styresammensetning, avlønning, rapportering og kommunikasjon, verdier og styringsprinsipper og kapitalstruktur og strategi. For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det som viktig å følge opp selskapenes lederlønnspolitik. Dette innebærer blant annet å vurdere hvorvidt lederlønnsordningene er utformet slik at de faktisk bidrar til en mer effektiv og resultatorientert selskapsledelse. Folketrygdfondet ser også på eventuelle opsjonsordninger og hva disse fører til av overføring av verdier fra aksjonærene til ledelsen i selskapene.

Virkemidler i eierskapsarbeidet og stemmegivning

Aktiv deltakelse på selskapenes generalforsamlinger, basert på Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet, er en viktig del av eierskapsarbeidet.

Folketrygdfondet rapporterer årlig om sin utøvelse av eierrettigheter. Fondet legger normalt fram sin eierskapsrapport om høsten. Rapporten redegjør

for hvilke aktiviteter Folketrygdfondet har gjennomført for å ivareta sine eierinteresser. Den omfatter blant annet særskilt omtale av enkelte saker som er behandlet på generalforsamlingene, aktuelle saker Folketrygdfondet har tatt opp med selskapene og antall og type verv ansatte i Folketrygdfondet innehar.

Folketrygdfondet har i løpet av 2011 avgitt stemmer på generalforsamlingene til samtlige selskaper der Folketrygdfondet eide aksjer på tidspunktet for generalforsamling. Det innebærer at Folketrygdfondet har stemt på 60 generalforsamlinger avholdt av selskaper notert på Oslo Børs. Folketrygdfondet har i tolv saker og på generalforsamlingene til syv forskjellige selskaper stemt mot styrets forslag. Forslagene var i saker om lederlønnserklæringen og tilhørende emisjonsfullmakt til opsjonsprogram (Algeta, Noreco, Atea og RCCL), generelle, meget omfattende, emisjonsfullmakter (Norwegian Property, Axis-Shield) og styrehonorar med opsjoner (Algeta). Det er avgitt stemmeforklaringer for stemmegivningen som er tilgjengelig på www.ftf.no. Folketrygdfondet har avgitt stemmer på til sammen 116 generalforsamlinger, samtlige ved fullmakt med stemmeinstruks, i nordiske selskaper.

Prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet i forvaltningen

Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet gjelder for alle fondets investeringer. Det benyttes imidlertid ulike metoder for å følge opp prinsippene i de ulike delporteføljene.

I forvaltningen av den norske aksjeporteføljen er eierskapsutøvelse og dialog med selskaper viktige virkemidler. Dette innebærer blant annet at Folketrygdfondet tar opp aktuelle ESG-problemstillinger med selskapenes ledelse slik at selskapene skal få mulighet til å rette opp uakseptable forhold. Dersom selskapene etter slike samtaler ikke iverksetter tiltak, kan det være aktuelt for Folketrygdfondet å ta opp saken på generalforsamling. Skulle heller ikke det føre fram, må Folketrygdfondet til slutt vurdere salg av aksjer i selskapet. Folketrygdfondet forholder seg også til ESG-problemstillinger i selskaper som har utstedt obligasjoner som er i porteføljen. Dersom det er avdekket et brudd på Folketrygdfondets investeringsprinsipper, vil aktuelle tiltak bli vurdert og iverksatt. For selskaper som Folketrygdfondet har både aksje- og obligasjonsplasseringer i, vil eventuelle tiltak få betydning for begge plasseringsformene.

For investeringer i nordiske aksjer eller obligasjoner utstedt av nordiske selskaper følger Folketrygdfondet departementets beslutning om å utelukke selskaper basert på tilråding fra Etikkrådet for SPU. Dette betyr at dersom Finansdepartementet beslutter at det er selskaper Statens pensjonsfond utland ikke

skal investere i, trekkes disse verdipapirene også ut av Folketrygdfondets investeringsunivers. For øvrig stemmes det på generalforsamling ved hjelp av fullmakt med stemmeinstruks.

Informasjonsinnhenting og selskapsanalyse

Folketrygdfondet overvåker kontinuerlig selskapene i de norske aksje- og renteporteføljene gjennom søk i elektroniske redaksjonelle kilder verden over. Søkene er systematisert, og Folketrygdfondet får melding dersom selskaper i porteføljen knyttes til sentrale spørsmål om samfunnsansvar. Hensikten er å følge med på om selskapene etterlever sine egne retningslinjer og ikke opptrer i strid med internasjonale konvensjoner og anerkjente normer for ansvarlig drift.

Siden 2009 har Folketrygdfondet økt ressursbruket på arbeidet med ansvarlige investeringer, særlig knyttet til analyse av ESG-problemstillinger. Analysene utgjør et godt grunnlag for oppfølging av enkelt-selskapers arbeid med selskapsstyring og miljø- og samfunnsmessige forhold som kan ha betydning for verdiskapingen på lang sikt.

For hvert av selskapene i den norske aksjeporteføljen er det utarbeidet en ESG-analyse av en analytiker med kompetanse på dette. Det vurderes om selskapet har nedfelt retningslinjer for håndtering av ulike ESG-spørsmål, hvordan disse retningslinjene er iverksatt og om selskapet rapporterer om etterlevelsen av retningslinjene. Det inngår også i analysen om selskapet følger internasjonalt anerkjente prinsipper for samfunnsansvar som FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.

ESG-analysen er gjort tilgjengelig for Folketrygdfondets aksjeforvaltere, slik at informasjonen blir en integrert del av den finansielle vurderingen av de enkelte selskapene. I forkant av møter med selskapene er ESG-analysen oppdatert av analytikeren, og eventuelle nye ESG-spørsmål er gjennomgått med aksjeforvalterne. Analysen blir deretter brukt som grunnlag for diskusjon om konkrete ESG-problemstillinger i møter med ledelsen i selskapene.

Oppfølging av enkelt-selskaper

Når Folketrygdfondet gjør et selskap oppmerksom på et ESG-relatert problem, forventes det at selskapet redegjør for hvordan det forholder seg til problemet og, om nødvendig, iverksetter tiltak. Det legges vekt på å følge opp hvert enkelt tilfelle inntil problemet er tilfredsstillende håndtert.

Folketrygdfondet legger vekt på å ha en konstruktiv og god dialog med selskapene om eierspørsmål og samfunnsansvar. Erfaring har vist at denne type dialog kan ha flere former.

Proaktiv dialog skjer før, eller uten at, eventuelle brudd på anerkjente normer for ansvarlig drift har

oppstått. Her er oppmerksomheten rettet mot områder der selskapet kan gjøre forbedringer. Denne type dialog har ofte et langt tidsforløp og stort behov for oppfølging.

Reaktiv dialog skjer eksempelvis dersom det oppstår spørsmål om hvorvidt et selskap gjennomfører aktiviteter som er i strid med ansvarlig drift. Dette er ofte utløst av en bestemt hendelse med tilhørende mediedekning. Reaktiv dialog skjer ofte raskt når spørsmål har oppstått. I de fleste tilfeller må selskapet da iverksette umiddelbare tiltak for å klargjøre fakta rundt saken og løse eventuelle problemer.

Det siste året har Folketrygdfondet vært engasjert i begge typer dialog med flere selskaper om blant annet anti-korrupsjonsarbeid, arbeidstakerrettigheter, miljørapportering, klimagassutslipp og andre miljømessige problemstillinger. I hvert av disse tilfellene har Folketrygdfondet bedt om redegjørelse fra det aktuelle selskapet. I noen tilfeller har Folketrygdfondet stilt krav til tiltak. Dialogene med selskapene dokumenteres for å sikre framtidig oppfølging.

Bransjesamarbeid og samarbeid med andre investorer

Folketrygdfondet har i 2011 økt sin deltakelse i eksterne initiativer, konferanser og seminarer knyttet til ansvarlige investeringer både i Norge og internasjonalt. Det gir muligheten til å utveksle informasjon og erfaringer om ansvarlig investeringspraksis med andre aktører. Folketrygdfondet vurderer samarbeid med andre investorer som et viktig verktøy i ansvarlig forvaltningspraksis. Fondet har derfor deltatt i flere samarbeidsprosjekter med andre investorer og organisasjoner i 2011.

Folketrygdfondet deltok også i 2011 i Carbon Disclosure Project (CDP). CDP utarbeider en årlig spørreundersøkelse om klimagassutslipp. Spørsmålene sendes til børsnoterte selskaper på vegne av de deltakende investorene. Selskapenes svar er gjort tilgjengelig på CDPs nettsted. Folketrygdfondet innarbeider informasjonen CDP har samlet fra norske selskaper i de selskapsspesifikke ESG-analysene som danner grunnlaget for dialogen med selskapene. Folketrygdfondet mener at CDP er nyttig og vil støtte prosjektet også i 2012.

Folketrygdfondet sluttet seg til FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI) i 2008 (se boks 4.5). FNs seks prinsipper tar utgangspunkt i at en ansvarlig eier og investor skal integrere ESG-temaer i forvaltningen. Hvert år blir alle deltakende investorer bedt om å rapportere. Departementet og Folketrygdfondet har i 2011 avgitt rapport for andre gang på vegne av SPN.

Siden 2008 har Folketrygdfondet deltatt i prosjektet Bærekraftig verdiskaping. Dette er et samarbeidsprosjekt som Norges største institusjonelle

investorer har lansert for å påvirke norske, børsnoterte selskaper til en bærekraftig utvikling og langsiktig verdiskaping. På vegne av deltakende investorer ble det gjennom prosjektet sendt ut spørsmål om håndtering av konkrete ESG-temaer til alle selskaper som inngikk i Oslo Børs' hovedindeks i 2008 og 2009. Det var ingen ny aktivitet knyttet til samarbeidsprosjektet i 2011. Folketrygdfondet mener at prosjektet har bidratt til å sette i gang positive prosesser i selskapene. Den informasjonen som innhentes bør imidlertid bli mer tilgjengelig.

4.4.1.4 ARBEIDET MED OBSERVASJON OG UTELUKKELSE AV SELSKAPER

Etter retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utlands investeringsunivers skal selskaper utelukkes dersom de produserer visse produkter, selger våpen til bestemte stater eller medvirker til eller selv er ansvarlig for grovt uetisk aktivitet. Finansdepartementet har utelukket 55 selskaper basert på råd fra Etikkrådet. Videre har departementet satt to selskaper til observasjon i medhold av de samme retningslinjene. Kriteriene for produktbasert og atferdsbasert utelukkelse, samt selskapene som er utelukket eller satt til observasjon på grunnlag av disse kriteriene, er gjengitt i tabell 4.7, 4.8 og 4.9 i meldingen.

Etikkrådet vurderer rutinemessig om grunnlaget for å utelukke et selskap fortsatt er til stede. Rådet kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale Finansdepartementet å oppheve en tidligere beslutning om utelukkelse. Siden de tidligere etiske retningslinjene ble etablert, er fem selskaper tatt inn igjen i SPUs investeringsunivers fordi grunnlaget for utelukkelse ikke lenger var til stede.

Siden forrige melding til Stortinget om forvaltningen av fondet er fire tilrådinge blitt offentliggjort. I tilrådingene anbefalte Etikkrådet å utelukke fem selskaper fra fondet. Departementet utelukket tre selskaper, satte ett selskap til observasjon, mens ett selskap verken ble utelukket eller satt til observasjon.

Produktbasert utelukkelse

Retningslinjene fastslår at fondets midler ikke skal investeres i selskaper som selv eller gjennom enheter det kontrollerer

- produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper
- produserer tobakk eller
- selger våpen eller militært materiell til stater som er omfattet av ordningen for statsobligasjonsinntak omtalt i mandatet for forvaltningen av SPU § 3-7 tiende ledd. Per i dag gjelder det Myanmar (Burma)

I revidert nasjonalbudsjett for 2004 ble det gitt en uttømmende liste over våpen som inngår i de produktbaserte utelukkelseskriteriene: kjemiske våpen, biologiske våpen, antipersonellminer, udetekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, klasevåpen og kjernevåpen. Fondet skal ikke investeres i selskaper som utvikler eller produserer sentrale komponenter til denne type våpen.

Kriteriet for å utelukke selskaper som produserer tobakk er begrenset til selve tobakksproduktet og omfatter ikke tilhørende produkter som filter og smakstilsetninger eller salg av tobakksprodukter. Alle selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, dyrker tobakksplanter eller bearbeider tobakk fram til sluttproduktet, skal utelukkes uavhengig av om tobakksproduksjonen utgjør en stor eller en liten del av selskapets virksomhet.

Samlet sett har departementet utelukket 38 selskaper fra fondet på grunnlag av de produktbaserte kriteriene. Av disse er 18 selskaper utelukket som følge av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper. 19 selskaper produserer tobakk og ett selskap har solgt militært materiell til Myanmar (Burma).

Atferdsbasert utelukkelse

Et selskap skal utelukkes fra fondet dersom det medvirker til eller selv er ansvarlig for

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

I alt er 17 selskaper utelukket fra SPU etter disse kriteriene. To av selskapene er utelukket på grunnlag av medvirkning til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, ti selskaper er utelukket fordi de anses å forårsake grov miljøskade, tre selskaper er utelukket på grunnlag av andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer, og to er utelukket på grunnlag av alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner.

To selskaper er satt til observasjon, begge under kriteriet grov korrupsjon. I observasjonsperioden følger Etikkrådet blant annet med på hvordan selskapene utvikler sine systemer for å hindre korrupsjon, hvordan selskapene håndterer etterforskning av korrupsjonshendelser som ligger tilbake i tid, og om det dukker opp påstander om nye tilfeller av korrupsjon. Etikkrådet informerer årlig departementet i et eget

brev om status for de observerte selskapene og vil avgir ny tilråding etter at observasjonsperioden er sluttført.

Nærmere om Etikkrådets arbeid med produktbasert utelukkelse

En betydelig andel av selskapene som er utelukket fra fondets investeringsmuligheter, er tatt ut fordi de produserer bestemte produkter i strid med retningslinjene. For å fange opp selskaper som har slik produksjon, benytter Etikkrådet et eksternt konsulentfirma som løpende overvåker fondets portefølje og selskapene som er utelukket fra fondet. Hvert kvartal rapporterer konsulenten til rådet om selskaper som kan ha virksomhet i strid med kriteriene. Etikkrådet samarbeider i tillegg med andre finansinstitusjoner om et konsulentoppdrag for å kartlegge selskaper som produserer klasevåpen.

Normalt vil Etikkrådet kontakte selskaper hvis det er grunn til å tro at de har produksjon som er i strid med fondets retningslinjer. Hvis selskaper bekrefter rådets opplysninger, avgir rådet en tilråding om å utelukke selskapet. Selskaper som ikke besvarer henvendelsen, blir anbefalt utelukket hvis rådets dokumentasjon viser at selskapene med stor sannsynlighet har produkter som er i strid med utelukkelseskriteriene. Ved å følge denne prosedyren sikrer rådet mot å oppnå en rimelig grad av sikkerhet for at selskaper som produserer produkter i strid med kriteriene i retningslinjene, blir utelukket fra fondet. Det kan likevel ikke garanteres at alle selskaper til enhver tid blir fanget opp av rådets overvåkingssystem.

Nærmere om Etikkrådets arbeid med atferdsbasert utelukkelse

Etikkrådet gjennomfører grundige undersøkelser for å identifisere og vurdere selskaper som medvirker til eller selv er ansvarlige for grove brudd på menneskerettighetene, alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner, alvorlig miljøskade, grov korrupsjon eller andre særlig grove brudd på etiske normer. For å fange opp selskaper med slik virksomhet benytter rådet blant annet et eksternt konsulentfirma som gjennomfører løpende internettbaserte søk på nyhetsoppslag på seks språk for alle selskapene i porteføljen. Rådet mottar månedlige rapporter fra konsulenten om selskaper som kan ha virksomhet i strid med de atferdsbaserte kriteriene. Siden 2009 har Etikkrådet i tillegg hatt en konsulentavtale om særskilt nyhetssøk på selskaper hjemmehørende i enkelte deler av Asia. I 2011 ble denne avtalen avsluttet fordi sammenfallet mellom denne spesielle overvåkingen og den generelle nyhetsovervåkingen var stort.

Etikkrådet studerer også enkelte problemstillinger eller sektorer der det etter rådets mening er særlig

sannsynlig at selskaper har virksomhet i strid med de etiske retningslinjene. Slike sektorstudier starter normalt med at rådet engasjerer en ekspert på området for å kartlegge alle selskaper i porteføljen med en viss type virksomhet og for å samle informasjon om de selskapene som kan ha virksomhet i strid med de etiske retningslinjene. På grunnlag av konsulentrapporten vurderer rådet hvilke selskaper det bør se nærmere på. Det skjer blant annet ut fra omfang og alvor av normbruddene, selskapenes tilknytning til normbruddene og sannsynligheten for framtidige normbrudd. Siden forrige melding til Stortinget har rådet for eksempel startet flere slike sektorstudier på miljøområdet. Studiene dekker enkelte former for oljeproduksjon med store lokale forurensningsproblemer, visse typer gruveaktivitet der avfallshåndtering innebærer særlig risiko, ulovlig hogst og annen særlig ødeleggende hogst, ulovlig fiske og annen særlig ødeleggende fiskeaktivitet, ødeleggende damprosjekter samt virksomhet med omfattende konsekvenser på særlig verdifulle verneområder. På menneskerettighetsområdet har Etikkrådet i flere år fulgt særlig med på infrastrukturprosjekter i Myanmar og naturressursutvinning i særlig urolige områder i Den demokratiske republikken Kongo. Blant sakene som kommer fram gjennom nyhetssøk og sektorstudier, velger rådet ut de tilfellene som synes å være mest alvorlige, for videre undersøkelser. Det legges blant annet vekt på hvor grovt normbruddet er, om et selskap beskyldes for flere uetiske forhold, om det er sannsynlig at atferden vil fortsette og om det er mulig å dokumentere de forholdene som selskapet er anklaget for. Hensikten er å identifisere selskaper der det er en uakseptabel risiko for at brudd på de etiske retningslinjene pågår, og at slike brudd antas å ville fortsette framover.

For å dokumentere påståtte normbrudd benytter Etikkrådet i stor grad konsulentselskaper, forskningsmiljøer og frivillige organisasjoner i det landet der de påståtte normbruddene finner sted. Slike oppdrag kan omfatte feltarbeid og vurderinger av dokumentasjon. Etikkrådet har siden 2009 hatt en rammeavtale med et konsulentselskap som bistår ved nærmere undersøkelser av selskaper.

Som følge av revisjonen av retningslinjene for observasjon og utelukkelse i 2009 kontakter Etikkrådet i dag selskaper på et relativt tidlig stadium i utredningen av sakene. Selskapene bes om å besvare spørsmål eller sende rådet konkrete dokumenter. I 2011 kontaktet Etikkrådet nær 30 selskaper, og om lag to tredjedeler av selskapene besvarte henvendelsen. Tidvis ber selskaper om å få møte rådet. I 2011 møtte rådet i underkant av ti selskaper. Etikkrådet legger vekt på informasjon direkte fra selskaper, men avgir også tilrådinger om selskaper som ikke besvarer rådets henvendelser.

Økonomiske konsekvenser av utelukkelsene

I NOU 2003:22 Forvaltning for fremtiden skrev Graver-utvalget at utelukkelse av selskaper fra fondets investeringer kan svekke forholdet mellom fondets avkastning og risiko. Når selskaper ekskluderes fra referanseindeksen i Statens pensjonsfond, får andre selskaper en høyere vekt enn ellers. Ettersom fondets referanseindeks etter dette har en noe annen sammensetning enn den opprinnelige indeksen, vil også avkastning og risiko kunne bli annerledes.

I St.meld. nr. 20 (2008–2009) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008 skrev departementet at virkningen av utelukkelse vil øke med de utelukkede selskapenes andel av den opprinnelige referanseindeksen for aksjer og obligasjoner. Departementet skrev videre at virkningen vil være større dersom utelukkelsene er konsentrert om delmarkeder som i særlig grad bidrar til å spre risikoen i fondet.

I St.meld. nr. 20 (2008–2009) ble tobakkinvesteringer foreslått utelukket fra SPU. I den forbindelse skrev departementet at tobakkaksjer hadde gitt høyere avkastning enn verdensindeksen i 13 av de siste 15 årene og at det realiserte forholdstallet mellom avkastning og risiko var vesentlig bedre for selskaper som produserer tobakk enn for markedet samlet. Departementet skrev videre at det stabile forbruksmønsteret hos brukere av tobakk kan medføre at verdien av tobakkselskaper i økonomiske nedgangsperioder vil være lite utsatt for endringer i folks forbruksmønster. Departementet konstaterte derfor at utelukkelse av tobakksektoren kunne bety at en utelukker en sektor som kan virke dempende på SPU tap i perioder med fall i verdens aksjemarkeder. Nye analyser gjennomført av Norges Bank synes å gjenspeile dette, se figur 4.40 i meldingen.

Norges Bank har sammenliknet avkastningen til en global aksjeportefølje med og uten de utelukkelsene som er gjennomført i SPU i perioden fra august 2005 til november 2011. Forskjellen i avkastning i denne perioden utgjør om lag 10,6 mrd. kroner. Avkastningsforskjellen har variert og har i kortere perioder vist en høyere avkastning med utelukkelse enn uten. Siden slutten av 2009 har utelukkelsene redusert avkastningen. Mindreavkastningen som følge av utelukkelse er på linje med de samlede forvaltningskostnadene i fondet siden 2005.

Det er særlig utelukkelsene av selskaper som produserer tobakk som har bidratt til å redusere fondets avkastning i perioden, jf. tabell 4.10. Utenom det er forskjellen i avkastning i perioden om lag 1 mrd. kroner.

Analysene det ble vist til i St.meld. nr. 20 (2008–2009), kunne ikke påvise noen vesentlig faktisk forskjell i avkastning eller risiko som følge av uttrekk. Ser en på effekten av utelukkelsene på aksjeporteføljens risiko- og avkastningsegenskaper, viser Norges

Banks analyse at porteføljen uten utelukkelse ville gitt en årlig avkastning i perioden 2005–2011 på 1,41 prosent med en risiko (volatilitet) på 17 prosent. Porteføljen med utelukkelse gir en årlig avkastning på 1,31 prosent med en risiko på 17 prosent. I perioden 2005–2011 har faktisk avkastning dermed vært noe lavere og faktisk risiko om lag uendret som følge av utelukkelsene. Historisk avkastning og risiko gir ikke nødvendigvis et godt estimat på utviklingen framover. Utelukkelsene fra fondet er etisk motivert, ikke finansielt. For en investor med langsiktig perspektiv vil det kunne være sammenfall mellom det som er i investorens finansielle interesse og det som følger av å ta etiske hensyn, men ikke nødvendigvis. Departementet legger til grunn at god avkastning på lang sikt avhenger av en bærekraftig utvikling både i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand og anvender virkemidlene som finansiell investor til å bidra til en slik utvikling.

4.4.1.5 DEPARTEMENTETS VURDERINGER

Det er departementets vurdering at Norges Bank, Folketrygdfondet og Etikkrådet forvalter sine mandater knyttet til ansvarlig investeringspraksis på en tilfredsstillende måte. Departementet merker seg at arbeidet utvikles og at det kan se ut til at arbeidet knyttes stadig nærmere det sentrale målet for sparingen i Statens pensjonsfond som er god langsiktig finansiell avkastning.

Eierskapsarbeidet er et sentralt virkemiddel i ansvarlig investeringspraksis for Statens pensjonsfond. I takt med den internasjonale utviklingen på området har både Norges Bank og Folketrygdfondet utvidet eierskapsarbeidet, og sørget for samspill mellom eierskapsarbeidet og forvaltningen. Samarbeid med andre investorer og deltakelse i internasjonale fora eller forskningsprosjekter gir kunnskap. Fondet kan da videreutvikle egne strategier og bidra til beste praksis internasjonalt.

Utelukkelse av selskaper er et virkemiddel forbeholdt særlige tilfeller. Etikkrådet overvåker porteføljen basert på retningslinjer fra departementet, men en kan ikke garantere at alle selskaper som til enhver tid kan tenkes å bryte med retningslinjene, er utelukket fra fondet. En kan også komme i skade for å utelukke selskaper på sviktende grunnlag.

Retningslinjene for utelukkelse og observasjon gjelder for både Etikkrådet, Norges Bank og departementets arbeid. Arbeidet med utelukkelse og observasjon involverer tre ulike aktører. Dette kan gi visse operasjonelle utfordringer. Det kan blant annet være krevende å sørge for god flyt av informasjon mellom aktørene, og i noen tilfeller kan saksbehandlingstiden bli lang.

En kan ikke utelukke at det skjer endringer i selskapers atferd eller produksjon i tiden etter at en til-

råding er avgitt til Finansdepartementet, men før utelukkelsen kunngjøres. Informasjon om slike endringer kan være krevende å fange opp. I ett tilfelle i 2011 hevdet et utelukket selskap (FMC) at forholdet som dannet grunnlaget for utelukkelse, kjøp av fosfat fra Vest-Sahara, var opphørt på det tidspunktet utelukkelsen ble kunngjort. Etikkrådet innledet straks dialog med selskapet for å bringe faktum på det rene. Per 22. mars 2012 har selskapet ikke kommet med ny informasjon i saken. Etikkrådet har utarbeidet nye rutiner for overvåking av selskaper hvor tilråding er avgitt for å oppdage eventuell ny informasjon som er vesentlig for tilrådingen og som i så fall meddeles departementet. Departementet har også gått gjennom og endret sine rutiner. Likevel utgjør dagens system en kilde til operasjonell risiko, og det kan ikke utelukkes at det vil kunne forekomme at nedsalg gjøres for forhold som er avsluttet på nedsalgstidspunktet. Dette vil kunne påføre det berørte selskapet ufortjent omdømmeskade. Linjen med stor åpenhet om departementets beslutning og lange og detaljerte tilråding vil i slike tilfeller kunne virke uheldig for selskapene.

Dette er følger av dagens system og organisering av arbeidet med utelukkelse og observasjon som det er viktig å være oppmerksom på.

Departementet vil arbeide videre med strategien for ansvarlig investeringspraksis for Statens pensjonsfond. Målet er at strategien skal være med og definere beste praksis på området. Det vil blant annet være naturlig å se nærmere på hvilke tilnærminger som gir mest mening å følge for en investor med SPUs særlige kjennetegn, dvs. svært stor, langsiktig og med bred risikospredning. Tiltak og initiativer rettet inn mot å bedre markedspraksis hos brede segmenter av selskaper, kan være spesielt egnet for å bidra til mer bærekraftige løsninger og velfungerende og legitime markedsforhold på sikt.

4.4.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Fremskrittspartiet, 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. Avkastning på lang sikt avhenger av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand.

Flertallet er opptatt av at Etikkrådet i sitt arbeid bidrar til å identifisere bransjer eller områder

hvor risiko for brudd på retningslinjene for ansvarlig investeringspraksis er størst, og dermed prioriterer ressursene slik at investeringer i selskaper som bryter retningslinjene, fanges opp på et tidligst mulig tidspunkt. Ved utgangen av 2011 var 55 selskaper utelukket etter tilrådinger fra Etikkrådet. De økonomiske konsekvensene av utelukkelse er isolert sett beregnet til om lag 10,6 mrd. kroner lavere avkastning i perioden 2005–2011. Utelukkelse av selskaper som produserer tobakk utgjør om lag 9,6 mrd. kroner, eller om lag 90 prosent av mindreakastningen. Flertallet vil i denne sammenheng peke på at utelukkelse fra fondet er etisk og ikke finansielt motivert. Tap på kort sikt kan likevel vise seg å være lønnsomme på lang sikt. På lang sikt er det viktig at investeringsuniverset er preget av sosial og miljømessig bærekraftig oppførelse fra selskaper og andre markedsaktører. Dette ligger til grunn også for fondets overordnede investeringsstrategi.

Flertallet viser til at Statens pensjonsfond utland stadig utvider sitt investeringsunivers, og at kravene til ansvarlig investeringspraksis utvikles over tid. Nytt mandat for ansvarlig investeringspraksis i 2010 la større vekt på å integrere hensynet til god selskapsstyring og miljømessige og sosiale forhold i den ordinære forvaltningen av fondet. Samtidig skal fondet unngå investeringer i grovt uetisk atferd som miljøødeleggelser. Det er en overordnet målsetting å bidra til endringer i positiv retning. Flertallet har merket seg prioriteringen av klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter i Statens pensjonsfond utland. Slik bidrar fondets ansvarlige investeringspraksis til forbedring av grunnleggende livsvilkår samtidig som dette kan legge grunnlaget for økt avkastning på sikt. Flertallet støtter en slik forståelse av langsiktig og ansvarlig investeringspraksis, som utvider bredden med hensyn til tradisjonelle temaer knyttet til selskapsstyring, som likebehandling av aksjonærer, aksjonærenes rett til innflytelse og velfungerende markeder. Flertallet understreker at en vellykket gjennomføring av en slik ansvarlig investeringspraksis forutsetter et nært og dynamisk samarbeid mellom NBIM og Etikkrådet.

Flertallet viser til at det i evalueringen i 2009 ble lagt vekt på å bedre samvirket mellom virkemidlene som henholdsvis Etikkrådet og Norges Bank er ansvarlig for, og at de nye retningslinjene fra 2010 legger opp til dette. Dette stiller store krav til Etikkrådets og Norges Banks virksomhet. Flertallet ber regjeringen vurdere om rådets ressursituasjon er i samsvar med utvidelsen av rådets oppgaver knyttet til omleggingen av den ansvarlige investeringspraksisen og utvidelsen av fondets kapital.

Komiteens medlemmer fra Framskrittspartiet registrerer at regjeringen velger å

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

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

Komiteens medlemmer fra Kristelig Folkeparti og Venstre viser til Dokument 8:22 S (2009–2010) representantforslag 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 oppføre etisk ansvarlig.

Disse medlemmer 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.

Disse medlemmer 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.

Disse medlemmer 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.

Disse medlemmer 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. Disse medlemmer viser til at Kristelig Folkeparti og Venstre i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett for 2012 fremmer forslag om å øke bevilgningen til Etikkrådets arbeid med 2 mill. kroner.

Disse medlemmer vil på denne bakgrunn fremme følgende forslag:

«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.»

«Stortinget ber regjeringen i statsbudsjettet for 2013 fremme forslag om økte ressurser til etikkarbeidet i Statens pensjonsfond utland.»

Disse medlemmer mener videre at til tross for gode intensjoner bak de etiske retningslinjene har ikke rammebetingelsene for å sette dem ut i livet holdt tritt med fondets enorme vekst. I dag investerer SPU i over 8 000 selskaper, og med Etikkrådets begrensede budsjett og størrelse er det umulig å gjøre noe mer enn å skrape i overflaten på problemet. Etikkrådet er prisverdig for sin grundighet og etterrettelighet i arbeidet med tilrådinger om eventuell utelukkelse av selskaper fra fondets investeringsunivers. Imidlertid har rådet altfor små ressurser tilgjengelig, slik at vurderingen av hvert selskap tar svært lang tid, ofte mange år. Et eksempel er det spanske oljeselskapet Repsol YPF, som Regnskogfondet i 2007 klaget inn for Etikkrådet for å utsette ukontaktete urfolksgupper i regnskogen i Peru for livsfare.

Til tross for at en lang rekke troverdige kilder har bevitnet at disse indianerstammene risikerer å utrykkes som følge av selskapets aktiviteter i deres leveområder, har etterforskningen av Repsol YPF tatt hele fem år uten at Finansdepartementet har fattet noe vedtak i saken. Det er dessverre stor fare for at det har skjedd uopprettelig skade på liv og helse i dette tidsrommet.

Disse medlemmer viser for øvrig til Regnskogfondets høringsinnspill til i forbindelse med behandlingen av denne innstilling, hvor det framkommer at den gjeldende forvaltningen av SPU undergraver Norges forsøk på å bevare regnskog, og er i strid med Norges forpliktelser under FNs klimavtale fra Cancún.

Regnskogfondet og Norges Naturvernforbund la nylig fram rapporten «Beauty and det beast: Norway's investment in rainforest protection and rainforest destruction», hvor det framgår at SPU ved årsskiftet 2011/2012 hadde aksjer for nesten 82 mrd. kroner i 73 selskaper i bransjer hvor avskoging og annen skogødeleggelse er svært utbredt. Verdien av investeringene i disse høyrisikobransjene økte ifølge rapporten med 13,6 prosent i 2011, i et år hvor fondets aksjeinvesteringer som helhet tapte 8,8 prosent. Det er selvfølgelig ikke alle disse investeringene som medfører brudd på, eller mistanke om brudd på, de etiske retningslinjene i SPU, men det er nær umulig å få en oversikt over hvilke selskaper som bryter retningslinjene og hvilke som opererer akseptabelt. Det er derfor etter disse medlemmers syn nødvendig med en systematisk gjennomgang av alle investeringer i disse bransjene.

Disse medlemmer mener det er nødvendig med en bred gjennomgang av forvaltningen av de etiske retningslinjene i SPU, for å kunne identifisere nødvendige tiltak for at etikkforvaltningen skal kunne holde tritt med veksten i fondet. Finansdepartementet og Norges Bank bør fortsatt benytte seg av både uttrekk og aktivt eierskap i etikkarbeidet, men kan med noen grep gjøre forvaltningen bedre og mer effektiv.

Disse medlemmer viser i så måte til finanskomiteens behandling av Dokument 8:81 S (2011–2012), representantforslag fra Venstre om reduksjon av SPUs investeringer i selskaper som ødelegger tropisk skog hvor det bl.a. foreslås at Etikkrådet systematisk gjennomgår alle SPUs investeringer i bransjer hvor alvorlig miljøskade er utbredt, med særlig oppmerksomhet på regnskog. Videre foreslås det å øke bevilgningene til Etikkrådet for å muliggjøre raskere behandlingstid av saker og treffe tiltak for å sikre at Finansdepartementets og Norges Banks eierskapsarbeid blir mer åpent og gir mulighet for innsyn, slik at det blir mulig å kontrollere framdrift og kvalitet på arbeidet.

5. Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond

5.1 Innledning

5.1.1 Sammendrag

Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond gitt Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av fondet. Den operasjonelle forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN) ivaretas av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet. Departementet har fastsatt bestemmelser om Norges Banks og Folketrygdfondets forvaltning i egne mandater. Mandatene beskriver de overordnede investeringsrammene for de to fondene og stiller krav til risikostyring, rapportering og ansvarlig investeringspraksis.

I Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 ble det gjort rede for styringsmodellen for forvaltningen av fondet. Den innebærer at Stortinget, gjennom behandlingen av den årlige meldingen om Statens pensjonsfond, tar stilling til viktige sider ved forvaltningen av fondet. Stortingets merknader til meldingen danner grunnlag for de rammer og bestemmelser som departementet har nedfelt i mandatene for SPU og SPN. Mandatene er rammepegede og prinsippbaserte. De overordnede investeringsrammene og bestemmelsene om styring og måling av risiko må fylles ut med mer detaljerte rammer og regler på de ulike beslutningsnivåene nedover i styringskjeden. Modellen innebærer således samlet sett en svært detaljert regulering av forvaltningen av Statens pensjonsfond, jf. figur 5.1 som viser hierarkiet av styringsdokumenter for forvaltningen av SPU.

Det samlede rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond er tilgjengelig på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf), mens utfyllende regler om forvaltningen fastsatt av hovedstyret i Norges Bank og styret i Folketrygdfondet er tilgjengelig på forvalternes nettsider (www.nbim.no og www.ftf.no).

5.1.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

5.2 Nye regnskapsregler for Folketrygdfondet

5.2.1 Sammendrag

Departementet fastsatte 8. desember 2011 ny regnskapsforskrift for Folketrygdfondet. Forskriften trådte i kraft 1. januar 2012 med virkning for regnskapsåret som begynner etter 31. desember 2011. Forskriften innebærer at Folketrygdfondet

- får plikt til å utarbeide årsregnskap og årsberetning på grunnlag av internasjonale regnskapsregler (IFRS)
- årsregnskap skal omfatte regnskapsrapportering for SPN
- skal utarbeide kvartalsregnskap som minst omfatter kvartalsvis regnskapsrapportering for SPN. Kvartalsregnskapet skal undertegnes av styrets medlemmer og være gjenstand for forenklet revisorkontroll

Regnskapsforskriftens utforming og innhold er i tråd med forskriften om årsregnskap m.m. som ble fastsatt for Norges Bank 1. januar 2011.

Formålet med de nye regnskapsreglene er å videreutvikle rammeverket for Folketrygdfondet med sikte på at det er i tråd med anerkjente standarder og ledende praksis.

5.2.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen til orientering.

6. Avkastningen i aksjemarkedet

6.1 Innledning

6.1.1 Sammendrag

Den strategiske referanseindeksen til Statens pensjonsfond utland (SPU) består av 60 prosent aksjer. Utviklingen i aksjemarkedet har derfor stor betydning for fondets samlede avkastning. Fra de første aksjeinvesteringene i SPU i 1998 og fram til og med 2011 har den årlige avkastningen av fondets referanseindeks for aksjer vært 3,5 prosent. Fratrasket generell prisstigning på 1,9 prosent i perioden, har aksjeindeksen gitt en årlig realavkastning på 1,6 prosent. Det er betydelig lavere enn den gjennomsnittlige realavkastningen i aksjemarkedet de siste 100 årene. I dette kapitlet analyseres de viktigste årsakene til den lave aksjeavkastningen siden 1998. Analysen ser på utviklingen i selskapenes resultater, utbetaling av utbytte til aksjonærene og endringer i selskapenes verdsettelse i perioden.

En aksje gir investoren en rett til en del av selskaps framtidige overskudd. Overskuddet kan utbetales direkte til aksjonærene i form av utbytte eller reinvesteres i form av ny kapital i virksomheten. Utbetaling av utbytte gir umiddelbar avkastning til aksjonærene. Nye investeringer legger et grunnlag for høyere overskudd i framtiden. Det er derfor vanlig å vurdere prisen på en aksje ut fra nivået på selskapets overskudd. Avkastningen av en aksjeinvestering kan deles i tre kilder:

- utbetalt utbytte per aksje
- veksten i selskapets overskudd per aksje og

- endringen i verdsettelsen, dvs. forholdet mellom prisen på aksjen og selskapets overskudd per aksje

Historisk har utbetalt utbytte og vekst i selskapenes overskudd vært de viktigste kildene til aksjeavkastning over tid. En studie av det amerikanske aksjemarkedet i perioden 1926–2005 viser for eksempel at av en samlet realavkastning på 6,9 prosent kom 4,1 prosentenheter fra utbetalte utbytter, 1,9 prosentenheter fra realvekst i selskapenes overskudd og bare 0,7 prosentenheter fra endringer i verdsettelsen. En tilsvarende analyse av det globale aksjemarkedet for perioden 1998–2011 kan gi nyttig innsikt i hvordan denne perioden skiller seg fra de langsiktige trendene i aksjemarkedet. Analysen nedenfor viser at i denne perioden var lønnsomheten hos de børsnoterte selskapene god og veksten i overskuddet per aksje høy. Investorenes verdsettelse av aksjemarkedet falt imidlertid markert gjennom perioden og forklarer i stor grad den svake avkastningen. Det vises til meldingen for nærmere omtale.

6.1.2 Komiteens merknader

Komiteen tar redegjørelsen 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 (SPU) 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 2

Stortinget ber regjeringen fremme forslag om å opprette et investeringsprogram innen Statens pensjonsfond utland (SPU), med samme krav til forvaltningen som andre investeringer i SPU, med formål å investere i bærekraftige bedrifter og prosjekter i fattige land og fremvoksende markeder, med en målsetting om samlet investeringsramme opp til 10 mrd. kroner.

Forslag fra Kristelig Folkeparti og Venstre:

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 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 5

Stortinget ber regjeringen i statsbudsjettet for 2013 fremme forslag om økte ressurser til etikkarbeidet i Statens pensjonsfond utland.

8. Komiteens tilråding

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

vedtak:

Meld. St. 17 (2011–2012) – om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011 – vedlegges protokollen.

Oslo, i finanskomiteen, den 31. mai 2012

Torgeir Micaelsen

leder

Irene Johansen

ordfører

Vedlegg

Brev fra Finansdepartementet v/statsråden til finanskomiteen, datert 10. mai 2012

Rettelser i Meld. St. 17(2011-2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011

Jeg vil få gjøre oppmerksom på enkelte feil i Meld. St. 17 (2011-2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011:

Avsnitt 2.2.3

I figur 2.3 (på side 23) mangler det en rød strek over boksen "MBS* (boliglån)" i delmarkedet "Pantesikrede".

Avsnitt 2.3.3

På side 35, i sjette setning i høyre spalte, står det:

"Japans aksjemarked utgjorde over 40 pst. av den globale aksjeindeksen i 1980."

Det skal stå:

"Japans aksjemarked utgjorde over 40 pst. av den globale aksjeindeksen i 1988."

Avsnitt 2.3.4

På side 43, i første setning i høyre spalte, står det:

"Til tross for høyere vekst i BNP i framvoksende økonomier har ikke overskuddsveksten per aksje i aksjemarkedene i disse **inntjeningsveksten** vært vesentlig forskjellig fra utviklingen i de utviklede aksjemarkedene."

Det skal stå:

"Til tross for høyere vekst i BNP i framvoksende økonomier har ikke overskuddsveksten per aksje i aksjemarkedene i disse **landene** vært vesentlig forskjellig fra utviklingen i de utviklede aksjemarkedene."

Avsnitt 2.4

På side 45, i første setning i høyre spalte, står det:

"Basert på markedsverdiene ved utgangen av 2012 innebærer endringene blant annet at:(...)"

Det skal stå:

"Basert på markedsverdiene ved utgangen av 2011 innebærer endringene blant annet at:(...)"

Avsnitt 4.1.2

I fjerde avsnitt (side 64) står det:

"(...), såkalt delvis rebalansering, **jf. avsnitt 2.6.**"

Det skal stå:

"(...), såkalt delvis rebalansering, **jf. avsnitt 2.5.**"

Avsnitt 4.1.4

I tabell 4.2 (side 73), fotnote 1 står det:

"... sammenliknet med middelverdier og motsatt."

Det skal stå:

"(...) sammenliknet med middelverdien og motsatt."

Avsnitt 4.2.3

I tabell 4.5 (side 80) står referansen til fotnote 1 på linjen for "Norske aksjer".

Denne referansen skal stå på linjen for "Nordiske aksjer".

Avsnitt 4.2.4

I figur 4.34 står det at den oransje linjen er "Norge" og den brune linjen er "Norden".

Det skal stå at den oransje linjen er "Norden" og den brune linjen er "Norge".

