



Innst. 357 S

(2016–2017)

Innstilling til Stortinget fra finanskomiteen

Meld. St. 26 (2016–2017)

Innstilling fra finanskomiteen om Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016

Til Stortinget

Innledning

Sammendrag

Formålet med Statens pensjonsfond er å støtte opp under langsiktige hensyn ved bruk av statens petroleumsinntekter og sparing for å finansiere pensjonsutgiftene i folketrygden. En langsiktig og god forvaltning legger til rette for at petroleumsformuen kan komme både dagens og fremtidige generasjoner til gode.

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Den operative forvaltningen av de to fondene ivaretas av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet innenfor mandater fastsatt av Finansdepartementet.

SPU er en integrert del av statsbudsjettet og det finanspolitiske rammeverket. Statens inntekter fra olje og gass overføres i sin helhet til SPU, mens bruken over statsbudsjettet over tid skal følge forventet realavkastning av fondet (handlingsregelen).

Finansdepartementet legger i denne meldingen frem resultater og vurderinger av forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016. Meldingen drøfter videreutvikling av strategien for investeringene, herunder valg av aksjeandel i SPU. Den gjør også rede for arbeidet med ansvarlig forvaltning.

Fondets investeringsstrategi

Målet med investeringene i Statens pensjonsfond er høyest mulig avkastning innenfor et risikonivå som skal være moderat. Det er bred politisk enighet om at fondet ikke skal være et virkemiddel i utenriks- eller klimapolitikken. Investeringsstrategien tar utgangspunkt i oppfatninger om hvordan finansmarkedene fungerer, og i fondets formål og særtrekk. Strategien er blitt utviklet over tid basert på faglige utredninger, praktiske erfaringer og grundige vurderinger. Viktige veivalg er forankret i Stortinget. Det legger til rette for å holde fast ved en langsiktig strategi, også i perioder med uro i finansmerkene.

Investeringsstrategien for SPU og SPN fremgår av fondenes mandater og kommer blant annet til uttrykk gjennom sammensetningen av referanseindeksene. Andelen aksjer er satt til 62,5 pst. for SPU og 60 pst. for SPN. Obligasjoner står for den resterende delen av referanseindeksene.

Norges Bank og Folketrygdfondet avviker fra referanseindeksene fastsatt av Finansdepartementet, innenfor rammene i mandatet. Formålet med slike avvik er å utnytte særtrekk ved fondene eller opparbeidede fortrinn for å oppnå en høyere avkastning enn referanseindeksene. Avvik gir også mulighet for en kostnadseffektiv tilpasning til referanseindeksene.

Investeringsstrategiene for SPU og SPN er omtalt i avsnittene 2.1 og 4.1.

God avkastning i 2016

2016 var et år med god avkastning i de globale finansmarkedene, til tross for uro gjennom året. Rentene falt i første halvår, og aksjemarkedene var preget av svekkede utsikter til vekst i blant annet Kina. I andre halvår ble utsiktene til global vekst styrket, og aksjemarkedene tok seg kraftig opp, til tross for uro

rundt store politiske begivenheter. Rentene steg noe mot slutten av året.

For 2016 under ett oppnådde SPU en avkastning på 6,9 pst. målt i fondets valutakurv. Det var positiv avkastning av obligasjoner og eiendom, men høyest avkastning av aksjer.

Markedsverdien av SPU ved utgangen av fjoråret var 7 507 mrd. kroner, etter fradrag for forvaltningskostnader. Målt i norske kroner økte markedsverdien med 36 mrd. kroner i løpet av året. God avkastning av investeringene målt i internasjonal valuta trakk opp verdien av fondet, mens en sterkere kronekurs isolert sett trakk ned. Endringer i kronekursen påvirker imidlertid ikke fondets internasjonale kjøpekraft.

Finansmarkedene i Norden hadde i fjor en avkastning om lag på linje med verden for øvrig. Avkastningen av SPN var på 7,1 pst. målt i norske kroner. Aksjer fikk markert høyere avkastning enn obligasjoner. Markedsverdien av SPN ved utgangen av 2016 var på 212 mrd. kroner.

Norges Bank og Folketrygdfondet har som mål å skape høyest mulig avkastning etter kostnader, innenfor rammene i mandatene fastsatt av Finansdepartementet. Avkastningen av SPU var i fjor 0,15 prosentenheter høyere enn i referanseindeksen. Siden 1998 har den årlige gjennomsnittlige meravkastningen vært på 0,26 prosentenheter. Samlet tilsvarer det anslagsvis 91 mrd. kroner. SPN oppnådde i fjor en avkastning som var 1,17 prosentenheter høyere enn referanseindeksen, mot et årlig gjennomsnitt på 0,56 prosentenheter siden 1998. Målt som andel av forvaltet kapital var kostnadene i fjor på 0,05 pst. i SPU og 0,09 pst. i SPN. Det er innenfor rammene fastsatt av Finansdepartementet, og lavt sammenliknet med andre fond.

De to forvalterne rapporterer meravkastning, risiko og kostnader fordelt på de ulike strategiene som de benytter i gjennomføringen av forvaltningen. For SPN viser Folketrygdfondets tall for de ulike strategiene enten positiv eller ingen meravkastning. For SPU viser Norges Banks tall også noen strategier med mindreavkastning. Strategiene må vurderes over en lengre tidshorisont. For SPUs del vil det være naturlig å se nærmere på de ulike strategiene i den kommende gjennomgangen av Norges Banks forvaltning, som skal omtales i fondsmeldingen våren 2018.

Resultatene i SPU og SPN er omtalt i avsnittene 2.2 og 4.2.

Forventet avkastning og utsikter for fondsverdien fremover

Det internasjonale rentenivået har vært lavt og fallende i mange år. Det trekker ned forventet avkastning av SPU fremover. De siste årene er det økt fag-

lig enighet om at en betydelig del av rentefallet gjenspeiler strukturelle endringer i verdensøkonomien – og dermed er langvarig.

Finansdepartementet oppdaterer i denne meldingen anslaget for forventet realavkastning av SPU, som har en sentral plass i det finanspolitiske rammeverket. Finansdepartementet anslår nå den forventede realavkastningen over tid til om lag 2¾ pst. med dagens aksjeandel og til om lag 3 pst. med en aksjeandel på 70 pst. I dette anslaget inngår en forventet realavkastning av obligasjoner på 0,5–1 pst. og en forventet meravkastning på aksjer på 3 prosentenheter. Departementets oppdaterte forventninger til avkastningen av aksjer og obligasjoner er godt i tråd med anslagene fra et offentlig utvalg ledet av Knut Anton Mork og Norges Bank. Den faktiske avkastningen av fondet vil kunne bli vesentlig høyere eller lavere enn anslaget, både i enkeltår og i perioder.

Også lavere inntekter fra olje og gass bidrar til at veksten i fondets verdi ventes å flate ut fremover. Produksjonen på norsk sokkel har trolig passert toppen, og de siste årene har oljeprisen falt markert sammenliknet med gjennomsnittet for de siste 10–15 årene. Det trekker ned statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. I mange år har tilførselen av oljeinntekter bidratt til at kapitalen i SPU har økt år for år, også i perioder med svak avkastning. Fremover må vi regne med at verdiutviklingen i all hovedsak bestemmes av avkastningen i de internasjonale finansmarkedene.

Målt i norske kroner påvirkes fondets verdi også av utviklingen i kronekursen. I løpet av treårsperioden 2013–2015 ble markedsverdien av SPU målt i kroner nesten doblet, og svekkelse av kronekursen sto for om lag halvparten av økningen. Noe av dette ble reversert som følge av kronestyrkingen i 2016. Kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

De nye anslagene for forventet avkastning av SPU er omtalt i avsnitt 3.1.3.

Aksjeandelen i SPU

Aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen er den enkeltbeslutningen som har størst betydning for forventet avkastning og risiko i SPU. Den siste vurderingen av aksjeandelen var i 2007. Da ble den besluttet økt fra 40 pst. til 60 pst. Fra 1. januar i år er aksjeandelen oppjustert til 62,5 pst. som følge av ny regulering av unotert eiendom. Andelen obligasjoner er 37,5 pst.

Aksjer har høyere forventet avkastning enn obligasjoner og vil derfor i større grad bidra til målet om at fondet skal ha størst mulig kjøpekraft. Samtidig har aksjer høyere risiko. Det gir større variasjon i den avkastningen som realiseres, og større risiko for tap på lang sikt. Historiske tall viser at aksjer over tid har

gitt betydelig meravkastning sammenliknet med obligasjoner, men også mindreavkastning i enkelte perioder.

Regjeringen har hatt en grundig prosess for å vurdere aksjeandelen i fondet. Som ledd i arbeidet har Finansdepartementet fått råd både fra Mork-utvalget og fra Norges Bank. Departementet har også mottatt innspill gjennom en offentlig høring av utvalgets rapport.

Mork-utvalget besto av akademikere, finanseksperter og to tidligere finansministre. Utvalgets flertall, alle utenom utvalgsleder, anbefalte å øke aksjeandelen til 70 pst. I begrunnelsen la flertallet vekt på at evnen til å bære risiko er økt siden forrige vurdering av aksjeandelen for ti år siden. Utvalgets leder viste blant annet til finanspolitikkenes behov for jevne og forutsigbare uttak fra SPU og anbefalte at aksjeandelen reduseres til 50 pst. Rådet fra Norges Bank er at aksjeandelen bør settes til 75 pst. Banken legger blant annet vekt på en bedre diversifisert petroleumsformue, lavere samvariasjon mellom avkastningen av aksjer og obligasjoner og en viss økning i forventet meravkastning ved å investere i aksjer fremfor obligasjoner, sammenliknet med forrige vurdering av aksjeandelen.

Finansdepartementet mener det er gode grunner til å forvente at aksjer også fremover vil gi høyere avkastning over tid enn obligasjoner. Samtidig tilsier hensynet til spredning av risiko på kort og lang sikt at fondet fortsatt bør være bredt investert, og at vi er tjent med å ha en moderat andel obligasjoner. Departementet har i vurderingen av aksjeandelen i SPU ikke lagt avgjørende vekt på en mulig økt forventet meravkastning ved å investere i aksjer fremfor obligasjoner eller på mulige endringer i samvariasjonen mellom aksjer og obligasjoner.

Forventet realavkastning av SPU har falt markert de siste årene, noe også Mork-utvalget og Norges Bank peker på. Et lavere anslag for forventet avkastning er ikke et argument for å øke aksjeandelen, og dermed risikonivået, i fondet. Søken etter avkastning kan medføre at en tar større risiko enn en evner å bære, med fare for store tap. Departementet vil peke på at risikonivået i SPU må være bærekraftig over tid.

Fondskonstruksjonen og handlingsregelen innebærer at SPU har en lang tidshorison, i prinsippet uendelig. Det er et godt utgangspunkt for å høste den forventede meravkastningen ved å investere i aksjer i forhold til obligasjoner. I Perspektivmeldingen 2017 legger regjeringen opp til at uttaket fra SPU, dvs. bruken av fondsinntekter over statsbudsjettet, over tid skal tilsvare 3 pst. av fondets verdi, mot tidligere 4 pst. Nedjusteringen støtter opp under fondets lange tidshorison.

Samtidig må eier være i stand til å håndtere svingninger i fondets verdi. Konsekvensene av et fall

i aksjemarkedet, i form av krevende innstramminger i finanspolitikken, avhenger av hvor store og langvarige utslagene blir i fondets verdi. De siste årene har fondets verdi vokst raskt, slik at disse utslagene kan bli betydelige i forhold til Norges økonomi og offentlige finanser. Analyser viser samtidig at en endring i aksjeandelen på 10 prosentenheter har begrenset betydning for svingningene i fondet, som først og fremst er et resultat av at fondet er blitt stort. Utfordringen med svingninger i fondets verdi må løses ved en fleksibel praktisering av finanspolitikken som ivaretar de sentrale hensynene som ligger til grunn for vårt finanspolitiske rammeverk, ikke ved å endre aksjeandelen i SPU, se også omtalen i Perspektivmeldingen 2017. Nedjusteringen av uttaket til 3 pst. legger til rette for at fondets realverdi kan opprettholdes over tid. Samtidig kan finanspolitikken fortsatt praktiseres fleksibelt for å håndtere svingningene i internasjonale finansmarkeder.

Sentralt for vurderingen av aksjeandelen er evnen til å bære risiko, herunder politiske myndigheters evne til å holde fast ved investeringsstrategien, også gjennom perioder med store fall i fondsverdien. En overvurdering av evnen til å bære risiko vil kunne ha store kostnader. Flertallet i Mork-utvalget baserer sitt råd på at evnen til å bære risiko er økt siden forrige vurdering av aksjeandelen. En slik vurdering må ta hensyn til mange forhold. Utvalget viser til erfaringene fra finanskrisen, der det selv i urolige tider var bred politisk oppslutning om fondets strategi. Utvalget viser også blant annet til at den samlede petroleumsformuen er bedre diversifisert. Departementet har samtidig merket seg at utvalget peker på at statsbudsjettet er blitt mer avhengig av inntektene fra fondet. Departementet legger til grunn at evnen til å bære risiko alt i alt kan vurderes å være høyere enn ved forrige vurdering av aksjeandelen.

Etter en samlet vurdering mener regjeringen at aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU bør økes til 70 pst., opp fra gjeldende 62,5 pst. Denne økningen vil isolert sett innebære at forventet årlig avkastning øker noe sammenliknet med gjeldende aksjeandel. Samtidig vil en høyere aksjeandel øke forventede svingninger i fondsverdien noe, både på kort og lang sikt. Regjeringen mener at risikoen med en aksjeandel på 70 pst. alt i alt vil være akseptabel.

Departementet vil understreke at forslaget om å øke aksjeandelen ikke er basert på at en vurderer tidspunktet som særskilt gunstig. En innfasing av en høyere aksjeandel vil måtte gjennomføres gradvis over tid, og planer for dette vil bli utarbeidet i samråd med Norges Bank. Bred politisk oppslutning er en forutsetning for å øke aksjeandelen.

Aksjeandelen i SPU er omtalt i avsnitt 3.1.

Investeringer i unotert infrastruktur i SPU

Finansdepartementet vurderte i fondsmeldingen for 2015 om det burde åpnes for investeringer i unotert infrastruktur i SPU. Som ledd i departementets arbeid ble en ekspertgruppe og Norges Bank bedt om råd. Et sentralt spørsmål var om fondet hadde fortrinn for slike investeringer sammenliknet med andre investorer.

Forventet avkastning av investeringer i unotert infrastruktur er usikker og avhenger av forvalters fortrinn og valg av konkrete prosjekter. Om det skal åpnes opp for slike investeringer er ikke et klimaspørsmål, men først og fremst et spørsmål om innretningen av og risikoen i Norges Banks forvaltning. For en omtale av klimaspørsmål i forvaltningen, se eget avsnitt nedenfor.

Unoterte investeringer er generelt mer komplekse og ressurskrevende enn noterte investeringer, og det er behov for å bygge opp en annen og mer spesialisert kompetanse hos forvalter. Det øker forvaltningskostnadene og antall ansatte. Det er også generelt krevende å evaluere resultater fra slike investeringer, samt å måle og styre risiko. Høye transaksjonskostnader og lavere omsettelighet gjør det vanskeligere å selge seg ut av unoterte investeringer hvis det skulle oppstå problemer.

Som ledd i oppfølgingen av Stortingets behandling av fjorårets fondsmelding har konsulentselskapet McKinsey skrevet en rapport om de særskilte utfordringene ved å investere i unotert infrastruktur. Norges Bank har i brev blant annet beskrevet hvordan slike utfordringer kan håndteres i forvaltningen av SPU.

McKinsey-rapporten peker på at aktivklassen favner bredt, fra strømproduksjon og flyplasser til sosial infrastruktur som sykehus og fengsler. Markedspraksis er lite standardisert og varierer på tvers av sektorer og land. Det er få sammenliknbare transaksjoner som kan støtte opp under verdifastsettelse. Det står i kontrast til unotert eiendom, som er en langt større aktivklasse med etablerte standarder og tilretteleggertjenester, samt flere og mer ensartede transaksjoner.

I rapporten pekes det også på at infrastrukturprosjekter ofte er viktige for lokale myndigheter, og at det politiske engasjementet kan være stort. For slike investeringer er det vanlig med langvarige kontrakter der lønnsomheten påvirkes direkte av andre lands myndigheter gjennom tariff og andre rammebetingelser. De fleste prosjektene er naturlige monopoler, eller kvasi-monopoler, slik som strømmett, broer og flyplasser. I slike markeder kan ikke lokalsamfunnene velge en annen tilbyder. Leverandøren kan heller ikke velge en annen kundekrets. Det øker den politiske risikoen, den regulatoriske risikoen og om-

dømmerisikoen ved investeringer i unotert infrastruktur.

McKinsey peker også på at slike investeringer er komplekse og kan variere mye fra prosjekt til prosjekt. De krever derfor spesialisert kompetanse i flere ledd i investororganisasjonen, også på styrenivå. Infrastrukturinvesteringer stiller også større krav til oppfølging enn andre unoterte investeringer. I mange tilfeller vil det være nødvendig å delta i styret i investeringsprosjektene. Norges Bank har så langt ikke hatt som strategi å gå inn i styret i selskaper fondet er investert i.

McKinsey og Norges Bank har beskrevet tilnærminger som kan redusere risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur. Departementet har merket seg at begrensningene Norges Bank skisserer, vil innebære at det ikke investeres i umodne prosjekter eller i utviklingsland. Dersom departementet skulle legge andre føringer på investeringene, som for eksempel bidrag til det grønne skiftet eller utviklingsformål, vil det verken være forenlig med fondets finansielle målsetting eller bankens uttalte strategi for å begrense risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur. Departementet vil også peke på at det finnes mange andre offentlige ordninger for å fremme investeringer i utviklingsland og i fornybar energi, herunder Norfund og Fornybar AS.

SPU er stort, statlig eid og har en lang tidshorisont. Disse særtrekkene kan gi fondet fordeler sammenliknet med andre investorer. Størrelsen og den lange tidshorisonten kan isolert sett legge til rette for unoterte investeringer. På den annen side stiller det statlige eierskapet store krav til åpenhet og politisk forankring. Det gjenspeiles i fondets strategi, som er bygget opp gradvis med stor vekt på noterte investeringer og lave forvaltningskostnader. Investeringene som det her vurderes om en skal åpne opp for, er unoterte og særlig utsatt for politisk og regulatorisk risiko, samt omdømmerisiko. Ved unoterte investeringer vil fondet ha en stor eierandel, slik at investeringer blir mer synlige og lettere gjenstand for kritikk. Det er grunn til å tro at forventet avkastning på slike investeringer vil avhenge av hvor mye slik risiko en investor påtar seg.

Finansdepartementet mener et åpent og politisk forankret statlig fond som SPU ikke er godt egnet til å bære den særlige risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur. Departementets vurdering er at de nye momentene som er fremkommet, støtter opp under konklusjonen i fondsmeldingen for 2015. På bakgrunn av dette legges det ikke opp til å åpne for investeringer i unotert infrastruktur i SPU nå.

Departementet viser til at ny regulering for unotert eiendom ble fastsatt fra 1. januar 2017. Samtidig vurderer et offentlig utvalg ledet av Svein Gjedrem sentralbankloven og styringsstrukturen i Norges

Bank, herunder alternative styrings- og selskapsmodeller for SPU. Erfaringen og utviklingen på disse områdene kan ha betydning for en eventuell senere utvidelse av investeringsuniverset til andre typer unoterte investeringer.

Investeringer i unotert infrastruktur i SPU er omtalt i avsnitt 3.2.

Retningslinjer for statsobligasjoner i SPU

Ved behandlingen av fondsmeldingen for 2015 fremhevet Stortingets finanskomité ulike hensyn og ba om at det ble vurdert retningslinjer for fondets investeringer i statsobligasjoner, som et verktøy for Norges Bank i vurderingen av finansiell risiko. Departementet vil peke på at de finansielle rammene for forvaltningen generelt fastsettes i et samlet mandat fra Finansdepartementet, ikke gjennom retningslinjer.

Flere av bestemmelsene i dagens mandat for forvaltningen av SPU omhandler investeringer i statsobligasjoner. Departementet har blant annet stilt krav til godkjenning av alle markeder og finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen, til kredittvurderinger og om å ta hensyn til statsfinansiell styrke. Videre er det krav om at forvaltningen skal legges opp med sikte på at minst 95 pst. av obligasjonene skal ha lav kredittrisiko, såkalt investment grade. Åpningen for en andel på inntil 5 pst. med høyere kredittrisiko innebærer at banken kan beholde obligasjoner frem til forfall selv om de skulle bli nedgradert. Fondet kan ikke investeres i obligasjoner utstedt av stater som er gjenstand for særlig omfattende FN-sanksjoner eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang rettet mot et bestemt land, og der Norge har sluttet opp om tiltakene. Videre gjelder mandatets bestemmelser om fondet som ansvarlig investor også for investeringene i obligasjoner.

Norges Bank har i brev til Finansdepartementet gjort rede for sin oppfølging av disse bestemmelsene i mandatet. Redegjørelsen viser at det er etablert systemer og rutiner for å følge opp de problemstillingene finanskomiteen er opptatt av. Departementet deler bankens vurdering av at hensynet til finansiell risiko ved investeringer i statsobligasjoner må anses ivaretatt i dagens mandat.

Noen stater utsteder obligasjoner i fremmed valuta. Banken kan investere i slike obligasjoner, men de inngår ikke i fondets referanseindeks. Mandatet stiller som nevnt krav om at banken skal «godkjenne alle finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen og alle markeder som det investeres i». Bestemmelsen krever ikke en eksplisitt godkjenning av det enkelte utstederland såfremt det foreligger en kredittvurdering av obligasjonen og den utstedes i en valuta banken har godkjent. For obligasjoner utstedt

i fremmed valuta foretar banken derfor ikke en særskilt vurdering av utstederlandet.

Finansdepartementet legger i denne meldingen opp til å endre mandatet slik at hovedstyret i Norges Bank skal godkjenne hvert enkelt utstederland av statsobligasjoner. Det innebærer at det enkelte utstederland må godkjennes for statsobligasjoner utstedt i fremmed valuta. Godkjenningen skal baseres på en vurdering av finansiell risiko.

Regjeringen er opptatt av at det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen av SPU. Som oppfølging av finanskomiteens merknad har Norges Bank redegjort for sitt arbeid med å følge opp bestemmelsene i mandatet fra departementet om investeringer i statsobligasjoner. Departementet legger opp til å endre mandatet for SPU slik at det stilles krav om at Norges Bank skal redegjøre for rutiner og systemer for godkjenning av utstedere av statsobligasjoner i årsrapporteringen om forvaltningen av fondet.

Finansdepartementets vurdering er at bestemmelsene i mandatet, sammen med de endringene som nå foreslås, på en god måte vil ivareta hensynene finanskomiteen viser til i sin merknad.

Retningslinjer for statsobligasjoner i SPU er omtalt i avsnitt 3.3.

Ansvarlig forvaltning

Statens pensjonsfond har et overordnet finansielt mål. Innenfor denne målsettingen skal fondet være en ansvarlig investor. God finansiell avkastning over tid antas å avhenge av velfungerende markeder og en bærekraftig utvikling. Det gjelder særlig for en stor, diversifisert og langsiktig investor som i stor grad vil oppnå en avkastning i tråd med verdiskapingen i økonomien.

Mandatene for SPN og SPU viser til internasjonalt anerkjente standarder for ansvarlig forvaltning. Norges Bank og Folketrygdfondet utøver fondets eierrettigheter. Viktige virkemidler i den ansvarlige forvaltningen er blant annet fremme av internasjonale standarder og forskning, dialog med selskaper, klargjøring av fondets forventninger samt å fremme forslag og stemme på generalforsamlinger. Håndtering av risiko står sentralt i arbeidet. Norges Bank har varslet fremleggelse av et forventningsdokument om åpenhet i internasjonal selskapsbeskatning.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Noen kriterier i retningslinjene er basert på produkter, som tobakk, våpen og kull. Andre kriterier er basert på atferd, som grove brudd på menneskerettigheter eller alvorlig miljøskade. Etikkrådet gir råd om hvorvidt et selskap skal utelukkes eller settes til observasjon. Beslutningen tas av Norges Bank.

Ansvarlig forvaltning er omtalt i kapittel 6.

Klimaspørsmål i forvaltningen

Det er bred politisk enighet om at Statens pensjonsfond ikke skal være et virkemiddel i utenriks- eller klimapolitikken. Klimaspørsmål er likevel relevant for forvaltningen.

Klima er en viktig, finansiell risikofaktor for Statens pensjonsfond på lang sikt. Risikoen som følge av klimaendringer er systemisk ved at økonomisk vekst og samlet inntjening i selskapene påvirkes. Fondet er særlig utsatt for systemisk risiko fordi det er stort, langsiktig og har investeringer spredt på flere tusen selskaper. FNs klimapanel anser det som sannsynlig at en global temperaturøkning på mer enn 2 °C vil ha negative konsekvenser for den globale verdiskapingen. Klimarisikoen er også markedsspesifikk, ved at avkastningen av utsatte aktivaklasser, sektorer og selskaper påvirkes mer enn andre.

Klimarisiko er en integrert del av forvaltningen av SPU og SPN. Fondene er store investorer i markedene de opererer i, og skal bidra til å forbedre internasjonale standarder og selskapsrapportering på klimaområdet. Kunnskap i forvaltningen, standardsetting og støtte til forskning er blant virkemidlene som sikter mot å redusere den systemiske risikoen som følge av klimaendringer. De generelle virkemidlene bidrar også til økt bevissthet om og forståelse av den markedsspesifikke risikoen ved klimaendringer. Å vri sammensetningen av investeringene for å håndtere markedsspesifikk risiko er derimot mer krevende. Kun investorer med en informasjonsfordel, i form av bedre kunnskap enn det brede markedet om sannsynligheten for ulike klimascenarier, vil kunne tilpasse sine investeringer for å oppnå bedre avkastning enn markedet.

I 2016 ble det tatt inn to nye kriterier i de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU. Det ene kriteriet retter seg mot atferd som på selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser. Dette kriteriet er langt på vei nybrottsarbeid internasjonalt, og Etikkrådet gjør nå et grundig forarbeid med tolkningen av kriteriet, slik at det kan brukes på tvers av bransjer og selskaper. Ingen selskaper er så langt utelukket etter kriteriet. Det andre kriteriet er produktbasert og retter seg mot gruveselskaper og kraftprodusenter som har 30 pst. eller mer av sine inntekter fra termisk kull eller baserer 30 pst. eller mer av sin virksomhet på termisk kull. Norges Bank kan selv foreslå observasjon eller utelukkelse etter kriteriet og har i 2016 offentliggjort utelukkelse av 59 selskaper og satt 11 til observasjon.

Som ledd i den ansvarlige forvaltningen har Finansdepartementet innført egne mandater for miljørelaterte investeringer i SPU. Om lag 64 mrd. kroner var investert gjennom disse mandatene ved utgangen av 2016. Avkastningen av miljømandatene var i fjor

høyere enn for fondet samlet. For de siste årene sett under ett har avkastningen derimot vært lavere.

Erfaringene med kull- og klimakriteriene i SPU er omtalt i avsnitt 6.3. Klimarisiko er omtalt i avsnitt 6.4.

Mandatsendringer

Åpenhet om forvaltningen av Statens pensjonsfond legger til rette for en bred forankring av og forståelse for forvaltningen av fondet. Finansdepartementet endret med virkning fra 16. desember 2016 mandatet for SPN med mer detaljerte krav til rapportering og krav om en supplerende risikoramme for store tap som kan forventes å inntreffe sjelden. Kravene bygger på tilsvarende endringer som i februar 2016 ble tatt inn i mandatet for SPU. Økt åpenhet kan styrke evnen til å holde fast ved lønnsomme, langsiktige strategier i forvaltningen.

Finansdepartementet la i fjorårets fondsmelding opp til en ny referanseindeks for SPU med kun noterte aksjer og obligasjoner. Eiendomsporteføljen ble dermed tatt ut av referanseindeksen og inn i Norges Banks ramme for avvik fra referanseindeksen. Stortinget sluttet seg til dette, og mandatet for SPU ble endret med virkning fra 1. januar 2017.

Mandatsendringene for SPU og SPN er omtalt i avsnittene 3.4 og 5.1.

Arbeider som pågår eller igangsettes

Et utvalg ledet av Svein Gjedrem vurderer sentralbankloven og styringsstrukturen i Norges Bank. Som en oppfølging av Stortingets behandling av fondsmeldingen for 2015 er utvalgets mandat blitt utvidet til også å omfatte en vurdering av alternative styrings- og selskapsmodeller for SPU. Samtidig med utvidelsen av mandatet ble fristen for å levere innstillingen utsatt til 30. juni 2017.

Finansdepartementet gjennomgår Norges Banks forvaltning av SPU i begynnelsen av hver stortingsperiode. Departementet tar sikte på å legge frem en ny gjennomgang i fondsmeldingen våren 2018. Den vil omfatte en vurdering av resultater, nytte og kostnader av ulike investeringsstrategier, både på kort og lang sikt.

Norges Bank vurderer norske i stedet for utenlandske holdingselskaper for investeringene i unotert eiendom. Saken reiser komplekse problemstillinger som må utredes før Norges Bank kan ta en beslutning. Finansdepartementet vil komme tilbake til saken.

SPU kan i dag ikke investeres i unoterte aksjer på generelt grunnlag. Finansdepartementet legger frem mot neste års fondsmelding opp til å vurdere om det bør åpnes opp for slike investeringer i SPU.

Disse sakene er omtalt i avsnittene 3.5–3.8.

Komiteens merknader

Komiteen, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Lisbeth Berg-Hansen, Tore Hagebakken, Irene Johansen, Marianne Marthinsen, Torstein Tvedt Solberg og Truls Wickholm, fra Høyre, Solveig Sundbø Abrahamsen, Svein Flåtten, Sigurd Hille, Heidi Nordby Lunde og Siri A. Meling, fra Fremskrittspartiet, Hans Andreas Limi, Roy Steffensen og Kenneth Svendsen, fra Kristelig Folkeparti, lederen Hans Olav Syversen, fra Senterpartiet, Trygve Slagsvold Vedum, fra Venstre Terje Breivik, og fra Sosialistisk Venstreparti, Snorre Serigstad Valen, tar omtalen til orientering og viser til de respektive merknader nedenfor.

Komiteen viser til at det ble avholdt åpen høring 2. mai 2017 i forbindelse med behandlingen av meldingen. Finansminister Siv Jensen, sentralbanksjef Øystein Olsen, representantskapets leder Reidar Sandal, direktør for NBIM Yngve Slyngstad, styreleder i Folketrygdfondet Erik Keiserud og direktør i Folketrygdfondet Olaug Svarva var spesielt invitert til høringen. I tillegg var Etikkrådets leder Johan H. Andresen og leder i Etikkrådets sekretariat Eli Ane Lund, samt professor Knut Mork, professor Hilde C. Bjørnland og Finans Norges direktør Idar Kreutzer invitert.

Komiteen viser til at dagens politikk for SPU bygger på erfaringene fra de første inntektene kom fra olje- og gassvirksomheten på 70-tallet, og frem 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 det første funnet i 1969. Samtidig har det vært utvist forsiktighet i bruken av olje- og gassinntektene for å unngå at resultatet bare ble en rask og ukontrollert vekst i bruken av materielle ressurser uten at samfunnet ellers ble endret. 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 av finansminister Sigbjørn Johnsen 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 statlig sparing for 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.

Under regjeringen Stoltenberg I ble det i 2001 vedtatt retningslinjer for en langsiktig og planmessig bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet, handlingsregelen, gjennom behandling av St.meld. nr. 29 (2000–2001) Retningslinjer for den økonomiske politikken. Komiteen viser til at handlingsregelen har tjent landet godt, og er glad for at et samlet storting igjen slutter opp om den.

Komiteens medlemmer fra Kristelig Folkeparti, Venstre og Sosialistisk Venstreparti peker på at det norske folks felles formue har blitt en internasjonal maktfaktor. De valgene fondet tar, kan ha stor betydning, både i enkelttilfeller og fordi andre aktører følger med på investeringsstrategien som følges av fondet. SPU kan derfor ikke betraktes som en form for «nøytral sparebøsse», men krever tett oppfølging, åpenhet om forvaltningen og demokratisk kontroll.

Disse medlemmer understreker at fondet tilhører det norske folk og skal forvaltes på en måte som det brede lag av befolkningen kan slutte opp om. Målet om å oppnå høyest mulig avkastning til moderat risiko ligger fast, samtidig som det er bred enighet om at det også skal ligge et etisk rammeverk til grunn. Gjennom etableringen av Etikkrådet og de etiske retningslinjene har Stortinget etablert visse demokratiske strukturer for forvaltningen av SPU. Dette er en styrke for fondets legitimitet både i inn- og utland. SPU må forvaltes på en måte som tar langsiktige hensyn.

Disse medlemmer mener at hensynet til miljø, menneskerettigheter og internasjonal lovgivning må settes først i forvaltningen av SPU for å nå de langsiktige målene det er bred enighet om. For å sikre framtidig avkastning er det særlig viktig at fondets investeringsstrategi gjenspeiler den globale klimakrisen og konsekvensene som følger av denne. På alle samfunnets områder haster det å iverksette tiltak som bidrar til å snu de farlige klimaendringene. SPU er en mektig global aktør, og vi har derfor både et ansvar for og en langsiktig interesse i at fondets investeringsstrategi gjenspeiler arbeidet mot nullutslipps-samfunnet og for å oppfylle Paris-avtalen. Gjennom å videreutvikle de demokratiske strukturene og den ansvarlige investeringspraksisen kan og bør Norge lede an i den internasjonale utviklingen for ansvarlig investeringspraksis i bred forstand. Fondets egenart, med en nær uendelig tidshorisont og stor evne til å fastholde en investeringsstrategi over tid, kan dermed brukes for å fremme viktige felles mål for bærekraft og ansvarlighet.

Statens pensjonsfond utland: strategi og resultater

Sammendrag

Dagens investeringsstrategi

Staten sparer de løpende inntektene fra petroleumsvirksomheten i Statens pensjonsfond utland (SPU). Sparingen i fondet er fullt ut integrert i statsbudsjettet, se boks 2.1. Det årlige uttaket fra fondet, det oljekorrigerte underskuddet, bestemmes ved behandlingen av statsbudsjettet. Underskuddet skal over tid følge utviklingen i forventet realavkastning av SPU.

Fondet er en finansiell investor. Målet med investeringene er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor rammen av moderat risiko. Avkastningen måles etter kostnader og i internasjonal valuta. Strategien for investeringene fremgår av Finansdepartementets mandat for SPU. Den operasjonelle forvaltningen ivaretas av Norges Bank innenfor rammene i mandatet.

SPU skal være en ansvarlig investor innenfor den overordnede finansielle målsettingen. Mandatet legger til grunn at god finansiell avkastning over tid vil avhenge av velfungerende markeder og en bærekraftig utvikling. Det er bred politisk enighet om at fondet ikke skal være et virkemiddel i utenriks- eller miljøpolitikken.

Åpenhet er viktig og en forutsetning for bred oppslutning om forvaltningen av våre felles sparemidler i SPU. Viktige veivalg blir forankret i Stortinget. Bred oppslutning om hovedlinjene for forvaltningen av fondet legger til rette for å holde fast ved en langsiktig strategi, også i perioder med uro i finansmarkedene. Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

Komiteens merknader

Komiteen viser til Meld. St. 26 (2016–2017) om forvaltningen av Statens pensjonsfond (SPU) i 2016 med tilhørende omtaler av resultater og vurderinger av forvaltningen og i investeringsstrategien.

Komiteen viser til at formålet med og bakgrunnen for investeringsstrategien i SPU er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens utgifter samt å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelsen av inntektene fra statens petroleumsvirksomhet. Komiteen viser til at målet for investeringene i SPU er over tid å oppnå høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko og innenfor et etisk rammeverk. Komiteen viser videre til at SPU skal følge en ansvarlig investeringspraksis som fremmer god selskapsstyring i de selskaper det investeres i, som fremmer åpenhet og som tar hensyn til miljø- og samfunnsmessige forhold. I den forbindelse er det fastsatt etiske retningslinjer med tilhørende kriterier

for å utelukke selskaper fra investeringsporteføljen basert på deres virksomhet. Komiteen understreker at dette er kriterier som har stor samlet politisk oppslutning og i tillegg er i henhold til anerkjente internasjonale standarder.

Komiteen påpeker at til tross for at fondet ikke skal være et utenrikspolitisk verktøy, vil forvaltningen av verdens største statseide fond og endringer i denne være av stor interesse og av enkelte kobles til det norske storting og regjeringen.

Komiteen viser til at fondet har stor risikobærende evne og kan fastholde sin investeringsstrategi selv ved betydelige temporære verdisingninger i aksjemarkedet.

Komiteen viser til at SPU i 2016 oppnådde en avkastning på 6,9 pst. før fradrag for forvaltningskostnader. Ved utgangen av 2016 var den samlede markedsverdien av SPU 7 507 mrd. kroner. Komiteen merker seg at den gjennomsnittlige faktiske årlige realavkastningen av fondet siden 1998 har vært 5,7 pst. for SPU.

Komiteen viser til at fondets forvaltningskostnader målt i kroner har økt over tid, og at de målt i kroner er betydelige. Det er derfor viktig med løpende vurderinger av hvordan forvaltningen kan gjøres mer kostnadseffektiv, og komiteen har en klar forventning om at stordriftsfordeler som følge av fondets stadig økte verdi og virksomhet vil kunne utnyttes.

Komiteens medlem fra Senterpartiet minner om at Norges Banks representantskap i sin rapport for 2016 problematiserer kostnadsutviklingen i forvaltningen av oljefondet (jf. Dokument 9 (2016–2017)). Dette medlem mener komitémerknaden viser til et viktig forhold i dette henseende. Kostnadsutviklingen har imidlertid nå vært så stor at det ikke bare bør forventes «løpende vurderinger» rundt dette, men et krafttak for å få orden på kostnadsutviklingen. Dette medlem viser for øvrig til egne merknader seinere i denne innstillingen om henholdsvis aktiv forvaltning og behovet for å konsentrere en større del av fondets virksomhet i Norge.

Statens pensjonsfond utland: videreutvikling av strategi og forvaltning

Aksjeandelen

Sammendrag

Formålet med investeringene i SPU er å sikre høyest mulig kjøpekraft målt i internasjonal valuta, med et moderat risikonivå. Aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen er den enkeltbeslutningen

som har størst betydning for forventet avkastning og risiko i fondet.

Det ble åpnet for aksjer i SPU i 1998, og andelen i den strategiske referanseindeksen ble satt til 40 pst. I 2007 ble det besluttet å øke andelen aksjer til 60 pst. Fra 1. januar i år er aksjeandelen oppjustert til 62,5 pst. Det skyldes en omlegging av reguleringen av investeringer i uotert eiendom, og at referanseindeksen fremover kun består av referanseindeksene for aksjer og obligasjoner. Andelen obligasjoner utgjør 37,5 pst.

Til grunn for beslutningen i 2007 om å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. lå en bred vurdering av forventet avkastning og risiko. Grunnlaget var blant annet råd fra Strategirådet for SPU og fra Norges Bank, samt analyser utført av Finansdepartementet. I vurderingene ble det blant annet pekt på at en ved investeringene i fondet fikk en bedre spredning av risikoen i petroleumsformuen. Det ble også vist til fondets lange tidshorison, understøttet av handlingsregelen for finanspolitikken, samt at en bred politisk forankring og fleksibilitet i retningslinjene for finanspolitikken la til rette for at staten som eier kunne håndtere større utslag i fondets verdi og en noe høyere sannsynlighet for tap.

Finansdepartementet satte høsten 2015 i gang et arbeid med å vurdere aksjeandelen i SPU, som varslet i nasjonalbudsjettet 2016. Som ledd i arbeidet har departementet fått råd både fra et offentlig utvalg ledet av Knut Anton Mork og fra Norges Bank. Departementet har også mottatt innspill gjennom en offentlig høring av utvalgets rapport.

Mork-utvalget og Norges Bank har også vurdert om en eventuell endring av aksjeandelen bør ha betydning for andre hovedvalg i investeringsstrategien. Slike valg kan blant annet være sammensetningen av obligasjonsindeksen og reglene for tilbakevekting. Norges Bank tar sikte på å komme tilbake til slike hovedvalg og viser til at disse spørsmålene i liten grad påvirker deres råd om aksjeandel. Finansdepartementet vil gjøre en nærmere vurdering av slike hovedvalg etter at Stortinget har tatt stilling til aksjeandelen i SPU. For øvrig vises det til omtale av SPUs investeringer i olje- og gassaksjer i Perspektivmeldingen 2017 og klimarisiko i avsnitt 6.4.

Mork-utvalget har i sin rapport kommet med synspunkter på hvordan finanspolitikken bør innrettes og praktiseres, og pekt på at andelen aksjer i fondet bør ses i sammenheng med oppfølgingen av rådene fra Thøgersen-utvalget, som ga råd om praktiseringen av retningslinjene for finanspolitikken. Aksjeandelen har for øvrig betydning for forventet realavkastning av fondet, som er en sentral størrelse i disse retningslinjene. Regjeringens vurderinger av retningslinjene for finanspolitikken, og praktiseringen av dem, er omtalt i Perspektivmeldingen 2017.

Omtalen av aksjeandelen er organisert som følger. Avsnitt 3.1.2 redegjør for vurderingene og rådene som er mottatt fra Mork-utvalget, Norges Bank og høringsinstansene. Avsnitt 3.1.3 drøfter forventet avkastning og risiko i finansmarkedene og inneholder Finansdepartementets oppdaterte anslag for forventet realavkastning av SPU. Avsnitt 3.1.4 analyserer verdiutvikling og risiko av SPU ved ulike aksjeandeler, herunder beregnede utslag i finanspolitikken. Det illustrerer også mulige konsekvenser av et langvarig fall i aksjemarkedet. Avsnitt 3.1.5 drøfter sentrale hensyn ved valg av aksjeandel, herunder evnen til å bære risiko i SPU og forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Avsnitt 3.1.6 inneholder regjeringens anbefaling til Stortinget om valg av aksjeandel.

Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

Komiteens merknader

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmet fra Sosialistisk Venstreparti, viser til rapporten fra Mork-utvalget og vurderingene fra Norges Bank om en eventuell endring av aksjeandelen i SPU, og merker seg at flertallet i Mork-utvalget og NB anbefaler å øke aksjeandelen. Flertallet deler vurderingen av at aksjeandelen er den beslutningen som har størst betydning for forventet avkastning og risiko for fondet, og at det er gode grunner til å forvente at aksjer vil gi høyere avkastning over tid enn obligasjoner, også i tiden fremover. Dagens aksjeandel vil gi en anslått forventet realavkastning på 2 3/4 pst. og om lag 3 pst. ved en aksjeandel på 70 pst.

Flertallet støtter regjeringens vurdering om at aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU økes til 70 pst., og legger til grunn at innfasingen av en høyere aksjeandel gjennomføres gradvis over tid for å minske risikoen, slik en gjorde i 2007 da aksjeandelen ble økt fra 40 til 60 pst. Flertallet har merket seg at regjeringen og flertallet i Mork-utvalget baserer sitt råd på at evnen til å bære risiko er økt siden forrige vurdering av aksjeandel, blant annet basert på erfaringene fra politiske myndigheters håndtering av finanskrisen. Flertallet støtter denne vurderingen og mener at risikoen med en aksjeandel på 70 pst. alt i alt er akseptabel.

Flertallet mener samtidig at en i praktiseringen av handlingsregelen i de årlige statsbudsjettene bør ta hensyn til at risikoen for store svingninger i fondets verdi øker ved en økning i aksjeandelen. Flertallet viser til at regjeringen i Perspektivmeldingen 2017 legger opp til at uttaket fra SPU over tid skal tilsvare 3 pst. av fondets verdi, mot tidligere 4 pst., og samtidig varsler at en vil komme tilbake til denne problemstillingen i budsjettdokumentene.

Flertallet tar for øvrig omtalen til orientering.

Komiteens medlemmer fra Senterpartiet og Venstre viser til at Arbeiderpartiet, Senterpartiet, Venstre og Sosialistisk Venstreparti i forbindelse med tilsvarende forvaltningsmelding for 2016 mente at det var grunn til å vurdere kost/nytteverdien av en såkalt «aktiv forvaltning» kontra en ren indeksforvaltning, spesielt når kostnadene fra den aktive forvaltningsstrategien de siste tre år er drøyt 5 mrd. kroner, godt over halvparten av totalkostnadene i perioden, for å forvalte ca. 15 pst. av fondet. De samme partiene viste også til at det er reist faglig tvil om aktiv forvaltning av SPU er lønnsomt, og at den betydelige størrelsen av SPU taler for at NBIM ikke lenger bør drive med aktive strategier, spesielt såkalt «aksjeplukking» knyttet til forvaltningen, men heller videreutvikle og styrke indeksforvaltningen.

Komiteens medlem fra Senterpartiet mener at handlingsregelen må forstås slik at det er det gjennomsnittlige uttaket over tid som skal begrenses til 3 pst. Gitt at fondet skal kunne fungere konjunkturutjevne, innebærer dette at uttaket bør ligge under 3 pst. i gode tider og tilsvarende ev. kan ligge noe over når det måtte være nødvendig å føre en midlertidig motkonjunkturpolitikk. Det er viktig at regelen ikke tas til inntekt for at det er uproblematisk å operere med et uttak på 3 pst. i oppgangskonjunkturer så lenge forventningen om fremtidig realavkastning fortsatt er 3 pst.

Dette medlem merker seg for øvrig at dagens oljepengetilsvaret svarer et uttak på 2,9 pst. og at handlingsrommet i så måte er begrenset.

Dette medlem vil ellers presisere at Senterpartiet etter grundig overveielse har kommet frem til at aksjeandelen under dagens forhold med lav obligasjonsavkastning og forventninger om fortsatt høy aksjepremie bør økes til 70 pst. Dette medlem ønsker imidlertid å presisere at det ikke er noen naturlov at aksjeandelen stadig skal økes, at ytterligere økning neppe er ønskelig, og at det også er et alternativ å redusere aksjeandelen på et seinere tidspunkt, for eksempel som følge av endrede markedsforhold eller evne til å bære risiko. Det presiseres også at opptrappingen av aksjeandelen bør skje gradvis og i tråd med målet om høyest mulig avkastning. Videre anses det som nødvendig med en utredning om hvordan fondet kan innrettes slik at det i mindre grad vil svinge medsyklisk med norsk økonomi generelt og norske statsfinanser spesielt. Utfordringen med at fondsverdiene generelt er lave når behovet for uttak er størst, blir nemlig forsterket når aksjeandelen økes. Dette medlem minner om at fondsverdien for eksempel ble kraftig redusert da landet hadde behov for finanspolitisk stimulering under finanskrisen i 2008. Denne uheldige egenskapen ved fondet skriver seg selvsagt fra at det påtreffes en uheldig korrelasjon

mellom nedgangstider internasjonalt (som vil gi fondet lav verdi og tap) og nedgangstider i Norge (som vil gi behov for å bruke mer oljefondspenger). Deresom man kan redusere de medsykliske svingningene, vil fondet bedre kunne ivareta sin funksjon som finansiell buffer og støtpute i nedgangskonjunkturer.

Dette medlem fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen utrede hvordan fondet kan innrettes slik at det i mindre grad vil svinge medsyklisk med norsk økonomi generelt og norske statsfinanser spesielt.»

Dette medlem ønsker å presisere at en slik utredning ikke er en oppgave det må tas lett på, og at det neppe kan forventes at et fond på oljefondets størrelse kan oppnå betydelig reduksjon i medsykliske egenskaper. Imidlertid vil selv en liten reduksjon i fondets medsykliske egenskaper kunne kompensere for et betydelig langsiktig avkastningstap som følge av en eventuelt endret strategi. Det presiseres også at det er de medsykliske egenskapene overfor norske konjunkturer og ikke nødvendigvis internasjonale konjunkturer som er det relevante målet. Regjeringen bes vurdere om utredningens mandat også kan utvides til å ta for seg om næringspolitiske eller finanspolitiske virkemidler kan brukes for å gjøre norsk økonomi mindre medsyklisk med internasjonal økonomi. Dette er imidlertid en enda mer kompleks problemstilling, som det ikke går nærmere inn på her.

Komiteens medlem fra Venstre støtter under noe tvil en økning av aksjeandelen til 70 pst., og legger til grunn at det ikke innebærer en økt grad av «aksjeplukking», men en videreutvikling og styrking av en aktiv indeksforvaltning. Dette medlem viser også til at SPU har en langt større aksjeandel enn andre relevante fond det er naturlig å sammenligne seg med, og mener også at det er relevante motforestillinger som reises av mindretallet i Morkutvalget knyttet til behovet for en jevn og forutsigbar strøm av overføringer fra fondet i normale tider.

Dette medlem viser i så måte til Venstres forslag i forbindelse med behandlingen av Perspektivmeldingen om i større grad å innrette handlingsregelen opp til den årlige avkastningen i fondet, og ikke bare til fondets størrelse.

Komiteens medlem fra Sosialistisk Venstreparti viser til Morkutvalgets arbeid og merker seg at utvalget kommer med en delt innstilling når det gjelder aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland. Dette medlem har forståelse for argumentet om at en økt aksjeandel gir høyere forventet avkastning, men er bekymret for at utfordringene

som følge av potensielt større verdisvingninger blir undervurdert.

Dette medlem viser til at SPU i årene etter finanskrisen opplevde store svingninger. Avkastningen av fondets midler i 2008 var -23,3 pst. målt i internasjonal valuta. Aksjeporteføljen leverte en avkastning på -40,7 pst., mens renteporteføljen hadde en avkastning på -0,5 pst. Svekkelse av kronen og en rekordhøy tilførsel av nye midler til fondet gjort at fondets markedsverdi likevel steg fra 2 019 mrd. kroner til 2 275 mrd. kroner i 2008. I tillegg holdt en fast på strategien over tid, noe som gjorde at nedgangen langt på vei var redusert året etter. Dette viser viktigheten av å holde fast på valgt strategi også i nedgangstider. Dette medlem viser til at oljepengebruken har økt fra 2,6 pst. i 2006 til 7,5 pst. i 2016, målt ved det strukturelle oljekorrigerte underskuddet som andel av fastlands-BNP. Dette er en stor økning, og økningen har vært særlig stor under den sittende regjering. Dette medlem viser til at en samlet opposisjon gjentatte ganger har foreslått å bruke mindre oljepenger enn regjeringen. Den høye oljepengebruken gjør oss mer avhengige av inntektene fra SPU. Jo mer avhengige vi er av inntektene fra oljefondet, jo mer sårbar vil norsk økonomi være for konjunkturedringer og markedsuro. I årene som kommer vil inntektene fra oljeaktiviteten sannsynligvis gå ned, noe som vil forsterke utfordringene. Forventet avkastning av oljefondet har gått ned de siste årene.

Dette medlem viser til at et samlet Mork-utvalg understreker at lavere forventet avkastning ikke er en grunn til å øke risikoen. Videre skriver utvalget at SPU i seg selv er en «ny kilde til svingninger i finanspolitikken etter hvert som det er blitt stort og utslagene i verdien er blitt store i forhold til Norges økonomi og offentlige finanser». Samtidig skriver utvalget også at «[m]odellberegninger viser at det vil bli mer utfordrende å praktisere finanspolitikken framover, uansett hvilken aksjeandel som velges». Utvalgets mindretall, bestående av utvalgsleder Mork, anbefaler å redusere aksjeandelen til 50 pst. Hovedargumentet som fremheves av Mork, er behovet for «tilstrekkelig trygg tilgang til en jevn og forutsigbar strøm av overføringer fra fondet i normale tider, samt midler til å dekke automatiske stabilisatorer og eventuell aktiv motkonjunkturpolitikk ved store konjunktursvingninger». Samtidig understreker han at et slikt valg innebærer lavere forventet avkastning, og at finanspolitikken må tilpasses dette.

Dette medlem mener at argumentet om behovet for en stabil tilgang til en jevn og forutsigbar inntekt veier tungt i denne debatten. Ved å øke aksjeandelen ytterligere, øker en også risikoen for betydelige svingninger i fondets verdi. Når skatteinntektene fra oljesektoren går ned i årene som kommer, er det viktig å innrette seg sånn at plutselige fall i fondets verdi

ikke får større konsekvenser enn nødvendig. Dette medlem mener det er viktig å begrense oljepengebruken i årene som kommer, og vil understreke at dette vil gjelde uansett valg av aksjeandel. Ved høyere aksjeandel bør en operere med en større sikkerhetsmargin i forhold til forventet avkastning, men også ved lavere aksjeandel er det behov for en viss margin. Dette medlem vil på denne bakgrunn gå imot forslaget om å øke aksjeandelen til 70 pst. og ønsker i stedet å beholde aksjeandelen som den er i dag. Det vil innebære mindre forventet avkastning, men større sikkerhet mot svingninger i fondets verdi.

Investeringer i unotert infrastruktur

Sammendrag

Finansdepartementet vurderte i fondsmeldingen for 2015 om det burde åpnes for investeringer i unotert infrastruktur i SPU. Som ledd i departementets arbeid ble en ekspertgruppe (van Nieuwerburgh, Stanton og de Bever) og Norges Bank bedt om råd. Et sentralt spørsmål var om fondet hadde fortrinn for slike investeringer sammenliknet med andre investorer. Det ble pekt på at investeringer i infrastruktur er utsatt for stor regulatorisk og politisk risiko. I meldingen ble det fremhevet at unoterte investeringer i infrastruktur generelt innebærer store eierandeler, noe som gjør eventuelle investeringer mer synlige og lettere gjenstand for kritikk. Det ble også pekt på at potensielle regulatoriske konflikter med andre lands myndigheter om viktige fellesgoder innebærer risiko for fondets omdømme.

Departementets vurdering var at et åpent og politisk forankret statlig fond som SPU er mindre egnet enn andre investorer til å bære den særlige risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur. Det ble også fremhevet at markedet for unotert infrastruktur er lite for SPU, og at det vil være nyttig å høste mer erfaring fra unotert eiendom før en eventuelt utvider til nye typer investeringer. Etter en samlet vurdering la Finansdepartementet ikke opp til å åpne for at SPU kan investeres i unotert infrastruktur nå.

Ved Stortingets behandling av meldingen ba et flertall i finanskomiteen om at regjeringen arbeider videre med å vurdere unotert infrastruktur og komme tilbake til spørsmålet i denne meldingen. Som en del av vurderingene ble regjeringen bedt om å belyse hvordan risikoen og de særskilte utfordringene ved slike investeringer kan rammes inn, herunder omdømmerisiko, og hvordan en kan sikre størst mulig åpenhet om slike investeringer. Regjeringen ble også bedt om å belyse hvordan dette har vært håndtert i andre fond.

Med bakgrunn i denne merknaden har Finansdepartementet bedt om innspill både fra Norges Bank og en ekstern konsulent.

Komiteens merknader

Komiteen viser til at departementet i årets fondsmelding har utredet videre om det skal åpnes for investeringer i unotert infrastruktur. I forbindelse med fondsmeldingen for 2015 ble det bedt om råd fra en ekspertgruppe og Norges Bank. I forbindelse med årets melding er det på oppdrag fra departementet utarbeidet en rapport fra konsultantselskapet McKinsey om særskilte utfordringer ved slike investeringer, og Norges Bank er bedt om utdype sine vurderinger rundt hvordan risikoen ved slike investeringer kan håndteres i forvaltningen av SPU.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmet fra Kristelig Folkeparti, viser til at mange investeringer i infrastruktur er utsatt for stor regulatorisk og politisk risiko samt omdømmerisiko. Det er grunn til å tro at forventet avkastning på slike investeringer vil avhenge av hvor mye slik risiko en investor påtar seg. Lønnsomheten vil påvirkes direkte av andre lands myndigheter gjennom tariffen og andre rammebetingelser. De siste årene har det vært flere eksempler på at offentlige myndigheter har endret forutsetningene for slike investeringer gjennom reforhandlinger av inngåtte avtaler eller endringer i tilskuddsordninger. Ved unoterte investeringer vil også eierandelen i hver enkelt investering generelt være stor, slik at fondets investeringer blir mer synlige og lettere gjenstand for kritikk. Konflikter om investeringer som er viktige fellesgoder, eller med andre lands myndigheter vil etter flertallets syn være krevende og innebærer stor omdømmerisiko for SPU. Høye transaksjonskostnader og lavere omsettelighet gjør det også vanskeligere å selge seg ut av unoterte investeringer hvis det skulle oppstå problemer. Flertallet viser også til at unoterte investeringer er mer komplekse og ressurskrevende, vanskeligere å evaluere og kostbare å reversere sammenliknet med investeringer i noterte aksjer og obligasjoner.

Flertallet viser til at det unoterte infrastrukturmarkedet for SPU er lite, men voksende. McKinsey-rapporten peker på at store og langsiktige investorer har økt sine investeringer i unotert infrastruktur de siste årene, blant annet ut fra et ønske om risikospredning, stabil avkastning og behov for langsiktig styring av finansielle eiendeler og forpliktelser. Flertallet viser videre til at SPU som et stort, statlig eid fond med lang tidshorison har særtrekk som kan legge til rette for unoterte investeringer. Investeringsstrategien for SPU er utviklet gradvis over tid, og flertallet viser videre til det pågående arbeidet til Gjerdem-utvalget med sentralbankloven, neste års grundige gjennomgang av Norges Banks forvaltning og den videre utviklingen i markedet, som samlet gjør det naturlig å komme tilbake til problemstillingen

om utvidelse av investeringsuniverset i nær fremtid.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Kristelig Folkeparti, Venstre og Sosialistisk Venstreparti, mener at vurderingene i årets fondsmelding ikke endrer bildet av at det er betydelig risiko knyttet til denne typen investeringer, og ønsker med bakgrunn i en helhetlig vurdering ikke å åpne for unotert infrastruktur nå.

Komiteens medlem fra Kristelig Folkeparti viser til at Norges Bank allerede i 2006 ga råd om at fondet skulle kunne investeres i unotert infrastruktur. Banken gjentok dette rådet i to brev den 6. juli 2010. I disse brevene understreket banken at «fondet var godt egnet til å foreta slike investeringer», og at økt innslag av realaktiva som eiendom og infrastruktur kunne bidra til å redusere usikkerheten om utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft.

Dette medlem viser til at muligheten for investeringer i unotert infrastruktur også åpner for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi og unotert infrastruktur i fattige land, slik dette medlem ønsker.

Dette medlem tar samtidig ikke lett på regjeringens argumentasjon om usikkerhet og politisk og regulatorisk risiko, ikke minst i fattige land. Norges Bank tar imidlertid langt på vei høyde for dette. Banken foreslår å gå skrittvis frem med små investeringer i utviklede land med stor grad av sikkerhet i starten, for å høste erfaringer og bygge opp kompetanse. Dette medlem mener dette er riktig vei å gå for på sikt å kunne bevege seg over i fremvoksende økonomier – gjerne sammen med institusjoner som IMF og Verdensbanken, for å redusere risikoen.

Dette medlem fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen åpne for at SPU kan investere i unotert infrastruktur på den måten Norges Bank foreslår, med små investeringer i utviklede land med stor grad av sikkerhet i starten, for å høste erfaringer og bygge kompetanse.»

Komiteens medlem fra Senterpartiet mener at unoterte investeringer har en rekke ulemper som i for liten grad er utredet. Dette gjelder blant annet ulemper knyttet til manglende åpenhet og potensial for korrupsjon. Man må ikke glemme at når verdier for 8 000 mrd. kroner tilhørende norske borgere er tiltrodd NBIM å investere, innebærer dette at NBIM er avhengig av enorm tillit fra norske borgere. Denne tilliten er delvis prisgitt åpenhet, som gjør det mulig å kontrollere at NBIM og deres samarbeidspartnere handler i tråd med oppdragsgivernes interesser. Denne åpenheten er relativt enkel å oppnå i

regulerte markeder som de noterte aksje- og obligasjonsmarkedene. Men slik åpenhet kan bli vanskelig å opprettholde om fondet skal investere i unotert infrastruktur i hele verden.

Dette medlem påpeker at oljefondet er unikt i en rekke henseender. Ikke minst er fondet eiet av et folk som sannsynligvis har lavere toleranse for ulike former for korrupsjon enn alle andre større fondseiere. Dette folket holder seg også med en velferdsstat og har derigjennom en særlig interesse av å bidra til å opprettholde og videreutvikle organiserte og transparente forhold som vanskeliggjør ulike former for skatteomgåelse og skatteunndragelse.

Dette medlem mener infrastruktur er et interessant investeringsobjekt for oljefondet, men påpeker at slike investeringer fortrinnsvis bør gjøres på organiserte og transparente markeder. Gitt oljefondets etter hvert ikke ubetydelige størrelse vil fondet muligens kunne øve noe innflytelse på hvordan internasjonale finansmarkeder organiseres. Et interessant spørsmål i så måte er om oljefondet kan bidra til å skape et større marked for notert infrastruktur som det allerede er investert i og kan investeres ytterligere i. I så fall kan fondet oppnå mye av den diversifiseringsgevinsten man ser for seg ved å åpne for unotert infrastruktur, men uten å risikere å måtte gå på akkord med åpenhet og transparens. Dette medlem påpeker at en slik utvikling dessuten vil ha en selvstendig verdi. Det å bidra til mer regulerte og åpne finansmarkeder kan være et meget viktig etisk begrunnet mål ved oljefondets virksomhet. Dersom Norge gjennom oljefondet kan få til noe her, vil dette ha en positiv virkning internasjonalt.

Dette medlem vil også fremheve at det potensielt kan oppstå gunstige synergier mellom en slik tilnærming til finansmarkedene og Norges øvrige engasjement mot skatteflukt og internasjonal skatteomgåelse.

Komiteens medlemmer fra Venstre og Sosialistisk Venstreparti viser til at det er et stort behov for investeringer i grønn teknologi og fornybar energi, og at investeringer i fornybar energi vil representere en spredning av risiko med tanke på at både norsk økonomi og SPU er investert i fossil energi. Deler av dette markedet er i unotert infrastruktur. Disse medlemmer er enige i at fondet ikke skal være et politisk instrument for å nå andre formål, men vil samtidig peke på at fondets avkastning på lang sikt påvirkes av i hvor stor grad verden lykkes med å nå klimamålene. Disse medlemmer viser til Meld. St. 26 (2016–2017) kap. 6.4.2, hvor det omtales at blant annet IMF og FNs klimapanel (IPCC) mener det er betydelig risiko for verdensøkonomien som følge av klimaendringene.

Disse medlemmer merker seg regjeringens innvendinger mot å investere i unotert infrastruktur, og er enige i mange av disse innvendingene. Dette er likevel et område med betydelig potensial, hvor det kan være en fordel å innhente erfaringer og bygge opp kunnskap. Disse investeringene kan føre til både arbeidsplasser og tilgang på grunnleggende infrastruktur, inkludert ren energi. Risikoen for negative konsekvenser er i stor grad avhengig av lover og rammeverk i det aktuelle landet. Grundige aktsomhetsvurderinger er derfor nødvendig før investeringene foretas. Disse medlemmer mener det er avgjørende at Norges Bank er bevisst på utfordringene ved investering i infrastruktur og næringer med grunnrente der land mangler et sterkt sivilsamfunn, demokratiske rettigheter, tilstrekkelige demokratiske mekanismer for å sikre at merverdien fra naturressurser blir fordelt rettferdig, og mekanismer for kompensasjon av skadelidende parter ved inngrepene.

I stedet for å åpne opp for unotert infrastruktur generelt, bør det utredes en åpning for unoterte investeringer kun innenfor miljømandatene, altså unoterte investeringer i fornybar teknologi og infrastruktur for fornybar energi. Disse medlemmer vil understreke viktigheten av at dette ikke skal komme i konflikt med hensyn som urfolks rettigheter, naturmangfold, nasjonal institusjonsbygging, sivilsamfunn og respekten for landenes demokratiske styring.

Disse medlemmer fremmer på denne bakgrunnen følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen utrede en åpning for investeringer i unotert infrastruktur innenfor miljømandatene, inkludert unoterte investeringer i fornybar teknologi og infrastruktur for fornybar energi.»

Retningslinjer for statsobligasjoner

Sammendrag

Obligasjoner utgjør med virkning fra 1. januar i år 37,5 pst. av den strategiske referanseindeksen for SPU, mens resten består av aksjer. Av obligasjonsdelen utgjør statsobligasjoner 70 pst. og selskapsobligasjoner 30 pst. Obligasjoner har lavere forventet avkastning enn aksjer, men også lavere risiko, se avsnitt 3.1. Obligasjoner bidrar derfor til å dempe svingningene i fondets samlede verdi. I tillegg bidrar obligasjoner med likviditet. Det følger av mandatet fra Finansdepartementet at fondet i all hovedsak skal investeres i statsobligasjoner med lav kredittrisiko. Investeringene er derfor i hovedsak i høy- og mellominntektsland.

Norges Bank kan innenfor rammene i mandatet investere i alle omsettelige obligasjoner. Det er gjort unntak for rentebærende instrumenter utstedt av land som er gjenstand for særlig omfattende FN-sanksjo-

ner eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang, og der Norge har sluttet opp om tiltakene (statsobligasjonsunntaket). For tiden er Nord-Korea og Syria utelukket fra investeringsuniverset i henhold til denne bestemmelsen. Ved utgangen av tredje kvartal 2016 var fondet investert i statsobligasjoner i 53 land, med en samlet markedsverdi på i underkant av 2 000 mrd. kroner.

Ved behandlingen av fondsmeldingen for 2015 hadde Stortingets finanskomité følgende merknad, se Innst. 326 S (2015–2016):

«Komiteen mener det bør vurderes retningslinjer for fondets investeringer i statsobligasjoner som et verktøy for Norges Bank i vurderingen av finansiell risiko. Komiteen anmoder regjeringen om å be Norges Bank gjøre nærmere rede for sitt arbeid med godkjenning av investeringer i statsobligasjoner, herunder vurderinger av landrisiko og oppfølgingen av mandatbestemmelsen om å ta hensyn til statsfinansiell styrke. Som en del av dette bes Norges Bank utdype hvordan det tas hensyn til åpenhet og ansvarlighet i offentlige budsjettprosesser hos utstederlandene og risiko knyttet til illegitim gjeld, herunder hvorvidt rammeverk utviklet i IMF og OECD vil kunne være egnet i den forbindelse. Regjeringen bes om å komme tilbake med sine vurderinger i forbindelse med neste års fondsmelding. Komiteen viser videre til de siste års utvikling av denne type retningslinjer som et resultat av finanskrisen og den påfølgende gjeldskrisen i Europa. Komiteen påpeker samtidig at en ikke ønsker at slike retningslinjer skal føre til at fondet oppfattes som et utenrikspolitisk virkemiddel, og at objektive kriterier derfor legges til grunn.»

Som del av oppfølgingen av komiteens merknad ba Finansdepartementet om Norges Banks vurderinger i brev 29. juni 2016. Bankens synspunkter, noen internasjonale utviklingstrekk og departementets vurderinger omtales i meldingen, og det vises til denne.

Komiteens merknader

Komiteen viser til at Norges Bank har redegjort for sitt arbeid rundt investeringene i statsobligasjoner som en oppfølging av komiteens merknad fra fjorårets fondsmelding. Komiteen støtter at mandatet til SPU endres slik at det stilles krav om at Norges Bank fremover redegjør for rutiner og systemer for utstedelse av statsobligasjoner i årsrapporten om forvaltningen av fondet.

Komiteens medlemmer fra Kristelig Folkeparti, Senterpartiet, Venstre og Sosialistisk Venstreparti mener utarbeidelsen av retningslinjer for fondets investeringer i statsobligasjoner er et viktig bidrag til systemisk stabilitet i den internasjonale finansøkonomien og et godt verktøy for Norges Bank i vurderingen av finansiell risiko. Disse medlemmer mener likevel det fort-

satt er behov for å foreta en grundig vurdering av om det bør utvikles egne etiske retningslinjer for fondets investeringer i statsobligasjoner, hvor kriterier om åpenhet og ansvarlighet i offentlige budsjettprosesser hos utstederlandene ligger til grunn, samt vurdere risiko knyttet til illegitim gjeld. Vurderingen bør diskutere hvorvidt det er mulig å innføre et slikt sett med retningslinjer, herunder mulige avgrensninger og omfang. Disse medlemmer viser til de siste års utvikling av denne type retningslinjer som et resultat av finanskrisen og den påfølgende gjeldskrisen i Europa, og ber regjeringen spesielt vurdere positiv filtrering gjennom eksisterende indekser eksempelvis fra IMF eller OECD. Disse medlemmer påpeker samtidig at en ikke ønsker at investeringspraksisen skal oppfattes som et utenrikspolitisk virkemiddel, og at objektive kriterier derfor er en sentral forutsetning for vurderingen av nye retningslinjer.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen foreta en ny og mer grundig gjennomgang av muligheten for å utvikle etiske retningslinjer for statsobligasjoner, hvor åpenhetskriterier hos utstederlandene ligger til grunn.»

Reguleringen av investeringer i unotert eiendom **Sammendrag**

I 2008 ble det besluttet å åpne opp for unoterte eiendomsinvesteringer i SPU og at inntil 5 pst. av fondet skulle plasseres i en egen eiendomsportefølje. Det ble lagt til grunn at oppbyggingen av eiendomsinvesteringene skulle motsvares av en reduksjon i obligasjonsandelen i fondet. I tråd med dette endret Finansdepartementet i 2010 mandatet for forvaltningen av SPU til å tillate unoterte eiendomsinvesteringer. Norges Bank kjøpte den første eiendommen i 2011.

Finansdepartementet fastsatte en internasjonal, takstbasert eiendomsindeks (MSCI/IPD-indeksen) som avkastningsmål for eiendomsporteføljen. Mens referanseindeksene for aksje- og obligasjonsinvesteringene i SPU legger til rette for at risiko kan reduseres gjennom bred spredning av investeringene og danner grunnlaget for avkastnings- og risikomåling i disse aktivaklassene, er det ikke mulig å kjøpe en liten andel av alle eiendommene som inngår i MSCI/IPD-indeksen. Det gjør det utfordrende å måle avkastning og ramme inn risiko i unoterte eiendomsinvesteringer på tilsvarende måte som for noterte aksjer og obligasjoner. I reguleringen av eiendomsinvesteringene som ble fastsatt i 2010, ble derfor den faktiske eiendomsporteføljen inkludert i den strategiske referanseindeksen for SPU.

Et sentralt tema i fondsmeldingen for 2015 var om omfanget av unoterte eiendomsinvesteringer i

SPU burde økes, og om reguleringen av slike investeringer burde endres. Vurderingene tok utgangspunkt i råd fra Norges Bank og en ekspertgruppe bestående av Stijn Van Nieuwerburgh, Richard Stanton og Leo de Bever. Både ekspertgruppen og banken pekte blant annet på at markedsrisikoen i eiendomsinvesteringene burde styres bedre, og at det valgte avkastningsmålet for disse investeringene var lite egnet.

Finansdepartementet la i fondsmeldingen for 2015 opp til å ta eiendomsporteføljen ut av den strategiske referanseindeksen for SPU. Det ble lagt vekt på at referanseindeksene for aksjer og obligasjoner er bedre egnet for å vurdere Norges Banks resultater i eiendomsforvaltningen enn MSCI/IPD-indeksen. Det ble vist til at resultatene med den nye reguleringen vil bli målt mot bredt sammensatte indekser som i utgangspunktet kan følges tett, og til lave kostnader. En slik regulering er i tråd med at det ikke finnes gode referanseindekser for unotert eiendom, og at forventet avkastning, som for andre strategier som innebærer avvik fra referanseindeksen, vil avhenge av forvalters fortrinn og valg av konkrete investeringer. Det ble samtidig vist til at sammensetningen av den strategiske referanseindeksen ville bli justert, slik at den samlede markedsrisikoen i SPU holdes om lag uendret.

Med bakgrunn i anbefalingene om bedre styring av markedsrisikoen i eiendomsinvesteringene la Finansdepartementet opp til at alle eiendomsinvesteringer inkluderes i rammen for forventet relativ volatilitet på lik linje med andre avvik fra referanseindeksen. Rammen for forventet relativ volatilitet på 1,25 prosentenheter ble forutsatt uendret. Det ble i tillegg lagt opp til en øvre begrensning av unoterte eiendomsinvesteringer på 7 pst. av kapitalen i SPU. Reguleringen innebærer at andelen unotert eiendom og innretningen av disse investeringene vil avgjøres av Norges Bank innenfor rammene fastsatt i mandatet fra departementet. Stortinget sluttet seg til endringene under sin behandling av meldingen, se innstilling 326 S (2015–2016).

I fondsmeldingen for 2015 ble det pekt på at en utfordring med den nye reguleringen av eiendomsinvesteringene er at det er vanskelig å anslå markedsrisikoen i unoterte investeringer. På denne bakgrunn ba Finansdepartementet Norges Bank i brev 24. juni 2016 om å gi råd om implementering av den nye reguleringen, herunder hvilken aksjeandel som er forenlig med å holde nivået på markedsrisikoen i SPU om lag uendret. Brevet ble omtalt i nasjonalbudsjettet 2017. Banken oversendte sine råd og vurderinger i brev 10. oktober 2016.

Finansdepartementet fastsatte 20. desember 2016 ny regulering av eiendomsinvesteringer i mandatet for SPU, med virkning fra 1. januar 2017.

Endringene i mandatet er basert på forslag sendt Norges Bank 23. november 2016 og bankens svarbrev 8. desember 2016. Mandatet for SPU og de omtalte brevene er tilgjengelige på departementets nettsider. Endringene som følger av den nye reguleringen, er nærmere omtalt i meldingen.

Komiteens merknader

Komiteen viser til endringene i mandatet for SPU fastsatt 20. desember 2016, som omhandler ny regulering av eiendomsinvesteringene. Komiteen viser til at hensikten med justeringen er å sikre en mest mulig kostnadseffektiv tilpasning til den nye strategiske referanseindeksen, og at den ble gjort i samråd med Norges bank.

Komiteen tar for øvrig de andre endringene i mandatet for SPU til orientering.

Organisering av investeringene i unotert eiendom

Sammendrag

Norges Bank har i brev til Finansdepartementet 25. november 2015 orientert om at banken vurderer norske i stedet for utenlandske holdingselskaper for investeringene i unotert eiendom. Finansministeren viste til brevet under finanskomiteens høring om fondsmeldingen for 2015. I sin innstilling til meldingen uttalte finanskomiteen at det er positivt å få be-lyst fordeler og ulemper ved ulike måter å organisere virksomheten på, herunder skattespørsmål, se Innst. 326 S (2015–2016). Komiteen ba om at saken ble omtalt i denne meldingen.

I tråd med finanskomiteens innstilling ba Finansdepartementet i brev 29. juni 2016 Norges Bank om å legge frem sine vurderinger. Norges Bank uttaler i brev 15. september 2016 at den ønsker å etablere en holdingstruktur i Norge, og at formålet særlig er å forenkle styring og kontroll av investeringene i unotert eiendom. Banken peker på at etablering av en norsk holdingstruktur vil legge til rette for en god og oversiktlig rapporteringsstruktur internt og vil være mer i tråd med Norges Banks sentraliserte styringsmodell, hvor viktige beslutninger i forvaltningen av SPU tas i Norge. Finansdepartementet er i prinsippet enig med Norges Bank i at det er ønskelig at eiendomsinvesteringene organiseres i en norsk holdingstruktur eiet av Norges Bank. Saken reiser imidlertid komplekse problemstillinger som må utredes før Norges Bank kan beslutte hvordan investeringene i unotert eiendom i SPU skal organiseres. Finansdepartementet vil komme tilbake til saken.

Komiteen merknader

Komiteen viser til at regjeringen, i tråd med finanskomiteens innstilling til fjorårets fondsmelding, har bedt Norges Bank vurdere norske i stedet for

utenlandske holdingselskaper for investeringer i uottert eiendom. Komiteen deler vurderingen fra Norges Bank om at etableringen av en norsk holdingsstruktur eiet av banken selv vil legge til rette for en god og oversiktlig rapporteringsstruktur, og være i tråd med styringsmodellen av SPU. Det er videre positivt at en tar seg tid til å avklare de komplekse problemstillingene grundig, og komiteen ser frem til den videre omtalen av saken i neste års fondsmelding.

Gjennomgang av Norges Banks forvaltning

Sammendrag

I fondsmeldingen for 2009 varslet departementet at det legges opp til regelmessige gjennomganger av Norges Banks forvaltning av SPU i begynnelsen av hver stortingsperiode. Det ble redegjort for slike evalueringer i fondsmeldingene både for 2009 og 2013, blant annet basert på analyser og vurderinger fra internasjonalt anerkjente eksperter innen kapitalforvaltning og vurderinger fra Norges Bank.

I fondsmeldingen for 2017, som legges frem våren 2018, tar departementet sikte på å gjennomgå bankens forvaltning av SPU på nytt. I tråd med Stortingets behandling av fondsmeldingen for 2015, se anmodningsvedtak nr. 761, 3. juni 2016, legges det opp til at gjennomgangen vil omfatte en vurdering av resultater, nytte og kostnader av ulike investeringsstrategier, både på kort og lang sikt.

Komiteens merknader

Komiteen tar omtalen til orientering.

Styringsstrukturen i Norges Bank

Sammendrag

Utviklingen i investeringsstrategien og veksten i fondskapitalen stiller krav til god styring av og kontroll med forvaltningen av SPU. Norges Bank har bygd opp en kompetent organisasjon og over tid levert gode resultater i forvaltningen av fondet. Etter initiativ fra regjeringen ble det i 2015 opprettet en ny stilling som visesentralbanksjef, som har fått særlig ansvar for kapitalforvaltningen. Regjeringen oppnevnte også et utvalg ledet av Svein Gjedrem som vurderer sentralbankloven og styringsstrukturen i Norges Bank. Under behandlingen av fondsmeldingen for 2015 ba Stortinget regjeringen om å utvide utvalgets mandat til også å omfatte en vurdering av alternative styrings- og selskapsmodeller for SPU. Finansdepartementet utvidet utvalgets mandat i brev 15. juni 2016, i tråd med Stortingets anmodningsvedtak. Fristen for å levere innstillingen ble samtidig utsett fra 10. april 2017 til 30. juni 2017.

Komiteens merknader

Komiteen tar omtalen til orientering.

Komiteens medlem fra Senterpartiet har merket seg at en stor del av oljefondets ansatte har tilhold utenfor Norge. I mange tilfeller er dette en god løsning, for eksempel der slik tilstedeværelse er nødvendig for å overvåke enkeltinvesteringer og markeder. Imidlertid vil dette medlem understreke at det eksisterer en rekke forhold som tilsier at fondet i størst mulig grad bør administreres fra Norge. Blant annet vil en slik organisering bidra til å bygge opp et sterkere finansmiljø i Norge, som både i egen rett og i kraft av å kunne skape synergieffekter med andre næringer generelt og innovasjonsmiljøer spesielt kan gi et ikke ubetydelig bidrag til økt sysselsetting, økte skatteinntekter og større lønnsomhet i norsk næringsliv. I tillegg vil dette sikre at fondets ansatte i større grad har sammenfallende interesser med det norske folk som fondets reelle eiere, og det vil gi økt gjennomsiktighet og forenkle kontrollen med administrasjonens virke. Det er også en kjensgjerning at yrkesgrupper med den kompetanse som etterspørres av fondet, gjerne har lavere lønnsforventning i Norge enn i utlandet.

Dette medlem presiserer at det er ønskelig at oljefondet fortsatt har omfattende virksomhet utenfor Norges grenser, men mener at en del virksomhet med fordel kan hentes hjem. Dette gjelder virksomhet som det ikke er særlig grunn for at skal utføres fra utlandet.

Dette medlem fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen utarbeide retningslinjer som innebærer at en størst mulig del av fondets virksomhet skal utføres fra Norge.»

Dette medlem mener ellers at de ringvirkninger oljefondets tilstedeværelse kan innebære, ikke bør forbeholdes Oslo. I takt med at fondet og dets aktiviteter spiller en stadig større økonomisk rolle for Norge, bør også aktiviteten spres til ulike deler av landet i de tilfeller der dette ikke innebærer større ulempe. I noen grad kan også nærhet til særskilte kompetansetiljøer tilsi at noe av aktiviteten bør foregå andre steder i Norge.

På denne bakgrunn fremmer dette medlem følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen utrede om oljefondets aktiviteter i Norge i større grad kan spres slik at det kommer hele landet til del.»

Investeringer i unoterte aksjer

Sammendrag

I mandatet for forvaltning av SPU er det åpnet for at Norges Bank kan investere fondet i unoterte eidselskaper og i aksjer i unoterte selskaper der styret har uttrykt en intensjon om børsnotering. Det er imidlertid ikke åpnet for at banken kan investere SPU i aksjer i unoterte selskaper på generelt grunnlag.

Aksjeinvesteringer i unoterte selskaper organiseres blant annet gjennom fondskonstruksjoner, noe som skyldes at direkteinvesteringer i enkeltelskaper ofte krever betydelige ressurser og spesialisert kompetanse. Mange store, institusjonelle investorer har investeringer i såkalte aktive eierfond – gjerne kalt «private equity» – der en eksternt forvalter med spesialkompetanse investerer i unoterte selskaper på vegne av et investorkollektiv eller partnerskap. Målsettingen med slike fondskonstruksjoner er å høste en finansiell gevinst ved å ta ut underliggende verdier i selskapene gjennom et fremtidig salg eller en børsnotering.

Finansdepartementet har tidligere omtalt unoterte aksjeinvesteringer i SPU i fondsmeldingen for 2010, basert på råd fra Norges Bank, Strategirådet for SPU og en rapport utarbeidet av professor Ludovic Phalippou ved Universitetet i Oxford. Rådene var ikke entydige. Det ble blant annet pekt på at aktive eierfond har svært høye eksterne forvaltningskostnader og at investorer i slike fond i gjennomsnitt ikke har oppnådd meravkastning historisk, etter kostnader, sammenliknet med noterte investeringer. Rådene var basert på forskningsresultater som forelå på dette tidspunktet. I fondsmeldingen ble det samtidig trukket frem at store, langsiktige investorer kan opparbeide fortrinn innen unoterte investeringer. For investeringer i aktive eierfond innebærer slike fortrinn eksempelvis kompetanse i å identifisere de beste forvalterne og samtidig få tilgang til å investere hos disse.

I fondsmeldingen for 2010 konkluderte Finansdepartementet med ikke å åpne opp for unoterte aksjeinvesteringer i SPU, men at det kunne være naturlig å komme tilbake til spørsmålet på et senere tidspunkt. Departementet viste blant annet til at det var ønskelig å opparbeide erfaringer fra investeringer i unotert eiendom, at unoterte markeder var i utvikling og at en ny gjennomgang ville kunne bygge på nye forskningsresultater.

Finansdepartementet legger nå opp til å gjøre en ny vurdering av om det bør åpnes opp for unoterte aksjeinvesteringer i SPU og hvordan slike investeringer eventuelt vil kunne reguleres i mandatet til Norges Bank. I tråd med den overordnede finansielle målsettingen for fondet vil departementet legge til grunn vurderinger av forventet avkastning og risiko,

samt vurderinger av mulighetene for at Norges Bank kan utnytte særtrekk ved SPU til å opparbeide fortrinn innen slike investeringer. Det tas sikte på å legge frem vurderingen i forbindelse med fondsmeldingen for 2017, som legges frem våren 2018. Som ledd i arbeidet vil departementet blant annet innhente råd og vurderinger fra Norges Bank.

Komiteens merknader

Komiteen viser til at regjeringen varsler at en vil gjøre en ny vurdering av om det bør åpnes opp for unoterte aksjeinvesteringer i SPU, og hvordan slike investeringer eventuelt vil kunne reguleres i mandatet til Norges Bank. Komiteen er enig i at en bør vurdere hvordan en kan utnytte særtrekkene ved SPU til å opparbeide fortrinn innen slike investeringer, og ser frem til den videre omtalen av saken i neste års fondsmelding.

Komiteens medlem fra Senterpartiet ønsker å understreke at Norges Bank og NBIM er gitt en enorm tillit av det norske folk gjennom at man er tiltrodd forvaltningen av en formue på anslagsvis 8 000 mrd. kroner. Denne tilliten er ikke bare avhengig av gode forvaltningsresultater, men også av at det praktiseres åpenhet i forvaltningen. Unoterte investeringer innebærer i dette henseende betydelig større utfordringer enn noterte investeringer, særlig i forbindelse med transaksjoner, der usikker verdsetting gir risiko for ulike former for korrupsjon. Dette medlem vil understreke viktigheten av at Finansdepartementet i sin vurdering tar hensyn til slike forhold. Når potensialet for illojalitet overfor fondets eiere øker, bør det også legges opp til større kontroll, og kostnaden ved denne kontrollen og restrisikoen for uregelmessigheter må tas med i vurderingen. En slik vurdering bør også omfatte hensynet til fondets renommé både internt i Norge og eksternt overfor samarbeidspartnere i utlandet.

Statens pensjonsfond Norge: strategi og resultater

Sammendrag

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge (SPN) etter et mandat fastsatt av Finansdepartementet. Avkastningen av investeringene i SPN overføres ikke til statskassen, men legges løpende til fondskapitalen.

Folketrygdfondet skal over tid oppnå høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Investeringsstrategien for SPN fremgår av mandatet fra Finansdepartementet, og er uttrykt ved valg og sammensetning av referanseindeks. Forvaltningen rammes i tillegg inn ved blant annet ulike risikorammer. Refe-

ranseindeksen for SPN består av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner, med en andel på 85 pst. i Norge og 15 pst. i Norden for øvrig utenom Island, se figur 4.1.

Fondets særtrekk, som størrelse og langsiktighet, skiller SPN fra mange andre investorer i det norske og nordiske kapitalmarkedet. Størrelse gir blant annet mulighet til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. Fondets relative størrelse i det norske kapitalmarkedet innebærer samtidig at det er krevende å gjøre store endringer i sammensetningen av investeringene i løpet av kort tid. Fondets lange horisont legger til rette for å utnytte langsiktige forvaltningsstrategier, som å opptre motsyklisk og høste tidsvarierende risikopremier, innenfor den overordnede finansielle målsettingen.

Regler om tilbakevektning (rebalansering) er en del av investeringsstrategien for SPN. Tilbakevektning innebærer at fondet kjøper seg opp i den aktivaklassen som har hatt svakest verdiutvikling for å opprettholde den faste fordelingen mellom aksjer og obligasjoner fastsatt i mandatet. For å unngå markedspåvirkning, samt å sikre en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget, er de detaljerte reglene for tilbakevektning unntatt offentlighet.

Folketrygdfondet avviker fra referanseindeksen, innenfor gitte rammer. Formålet er å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og å oppnå meravkastning over tid. Rammen for forventet relativ volatilitet, som sier noe om hvor mye avkastningen av SPN normalt vil kunne forventes å avvike fra referanseindeksen, er sentral. Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at annualisert forventet relativ volatilitet ikke overstiger tre prosentenheter. I tillegg er det fastsatt krav om supplerende risikorammer for forvaltningen.

Mandatet for SPN åpner for investeringer i uoterte selskaper i de tilfeller hvor selskapets styre har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert markedsplass. Det er ikke åpnet for at SPN på generelt grunnlag kan investeres i uoterte eiendeler som eiendom og infrastruktur, se omtale i fondsmeldingen for 2015. Det vises til nærmere redegjørelse i meldingen.

Komiteens merknader

Komiteen har merket seg at SPN har hatt gode resultater historisk, og at Folketrygdfondets forvaltning har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko sammenlignet med referanseindeksen. Siden januar 1998 har SPN hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 5,1 pst. etter kostnader. Komiteen vil fremheve at SPN har en kostnadseffektiv forvaltning sammenlignet med andre fond, og har videre en klar forventning om at stordriftsfordeler som følge av fondets stadig økte verdi og virksomhet, vil kunne utnyttes.

Komiteen tar for øvrig omtalen av virksomheten i 2016 til orientering.

Statens pensjonsfond Norge: videreutvikling av strategi og forvaltning

Sammendrag

Nye krav til rapportering og styring av risiko

Folketrygdfondet forvalter SPN etter et mandat fastsatt av Finansdepartementet. Mandatet uttrykker investeringsstrategien for SPN, blant annet gjennom bestemmelser om sammensetningen av referanseindeksen og rammer for Folketrygdfondets risikotaking, se avsnitt 4.1. Det er åpnet for at Folketrygdfondet kan avvike noe fra referanseindeksen, innenfor rammene gitt i mandatet. Rammene gir Folketrygdfondet et visst handlingsrom, med sikte på å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og å oppnå meravkastning over tid.

Rammen for forventet relativ volatilitet, som sier noe om hvor mye avkastningen av SPN normalt vil kunne forventes å avvike fra referanseindeksen, er sentral. Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at annualisert forventet relativ volatilitet ikke overstiger 3 prosentenheter. Mandatet fra Finansdepartementet stiller i tillegg krav om supplerende risikorammer for forvaltningen. Disse rammene er ment å ramme inn risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av risikomålet forventet relativ volatilitet.

Med virkning fra 16. desember 2016 endret Finansdepartementet mandatet for forvaltningen av SPN. Endringene innebærer mer detaljerte krav til rapportering om risikoen Folketrygdfondet tar i forvaltningen av SPN og krav om en supplerende risikoramme for store tap som kan forventes å inntreffe sjeldent. Formålet med de nye kravene er å styrke åpenheten om forvaltningen av SPN, bedre understøtte lønnsomme, langsiktige strategier i forvaltningen og å styrke innrammingen av risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av forventet relativ volatilitet. Kravene bygger på tilsvarende endringer i mandatet for forvaltningen av SPU, som ble fastsatt med virkning fra 1. februar 2016, se omtale i fondsmeldingen for 2015. Det vises til meldingen for nærmere omtale.

Komiteens merknader

Komiteen viser til endringene i mandatet for forvaltningen av SPN med virkning fra 16. desember 2016. Endringene innebærer mer detaljerte krav til rapportering om risikoen Folketrygdfondet tar i forvaltningen av SPN og stiller krav om en supplerende risikoramme for store tap som kan forventes å inntreffe sjeldent. Komiteen viser til at formålet med

de nye kravene er å styrke åpenheten om forvaltningen av SPN, bedre understøtte lønnsomme, langsiktige strategier i forvaltningen og å styrke innrammingen av risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av forventet relativ volatilitet.

Ansvarlig forvaltning

Sammendrag

Målet med investeringene i Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor rammen av moderat risiko. Fondet skal også være en ansvarlig investor. Finansdepartementet legger i mandatet til grunn at god finansiell avkastning over tid vil avhenge av velfungerende markeder og en bærekraftig utvikling. Det antas særlig å gjelde for en stor, diversifisert og langsiktig investor hvor avkastningen over tid i stor grad vil være bestemt av verdiskapingen i økonomien. Enkeltelskaper vil isolert sett kunne oppnå en gevinst ved ikke å ta hensyn til alvorlig skade som påføres andre, såkalte negative eksterne virkninger. For en universell og langsiktig eier vil derimot gevinsten kunne motsvares av lavere avkastning i andre deler av porteføljen eller frem i tid.

Finansdepartementet fastsetter overordnede retningslinjer og rammer for Norges Banks og Folkestrygd-fondets arbeid med den ansvarlige forvaltningen av henholdsvis SPU og SPN. Mandatene for forvaltningen av SPU og SPN viser til internasjonale prinsipper og standarder som FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Disse internasjonale standardene angir normer for god selskapsstyring og stiller forventninger til selskapers håndtering av blant annet miljømessige og samfunnsmessige forhold, se boks 6.1.

Finansdepartementet, Norges Bank og Folkestrygd-fondet har sluttet seg til «Principles for Responsible Investment» (PRI). Initiativet retter seg mot kapitaleiere, kapitalforvaltere og profesjonelle samarbeidspartnere, og støttes av to FN-partnere: Global Compact og finansinitiativet under FNs miljøprogram (UNEP FI). PRI angir seks prinsipper for ansvarlige investeringer, som blant annet går ut på å ta hensyn til miljø, samfunn og selskapsstyring.

Norges Bank og Folkestrygd-fondet tar investeringsbeslutninger og utøver eierrettigheter uavhengig av Finansdepartementet, innenfor rammene gitt i mandater og retningslinjer. Figur 6.1 viser rolle- og ansvarsfordelingen for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond.

Hensyn til eierstyring, selskapsledelse, miljø og samfunnsforhold er integrert i forvaltningen av SPU og SPN. Viktige virkemidler er blant annet å fremme standarder, prinsipper og forskning på området. Forvalterne av de to fondene uttrykker forventninger til

selskapene og er i dialog med dem om aktuelle tema og saker, samt stemmer på generalforsamlinger. Håndtering av risiko står sentralt i arbeidet.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, se boks 6.2. Noen kriterier innebærer at selskaper utelukkes på grunnlag av produkter, som tobakk, våpen og kull. Andre kriterier for utelukkelse legger til grunn atferd, som grove brudd på menneskerettigheter eller alvorlig miljøskade. Etikkrådet gir råd om observasjon og utelukkelse av selskaper. Beslutningene i slike saker tas av Norges Bank.

Mandatet fra Finansdepartementet innebærer at SPU ikke kan investeres i rentebærende instrumenter utstedt av stater som er gjenstand for omfattende FN-sanksjoner, eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang, og der Norge har sluttet opp om tiltakene. For tiden er Nord-Korea og Syria utelukket fra investeringsuniverset etter denne bestemmelsen. Listen over omfattede land vurderes jevnlig, ettersom internasjonale sanksjoner og tiltak endres over tid. Med bakgrunn i at Iran har oppfylt sine innledende forpliktelser under den såkalte «Joint Comprehensive Plan of Action» er landet fra februar 2016 ikke lenger omfattet av unntaket.

Rammeverket for og bruken av virkemidler i den ansvarlige forvaltningen av SPU og SPN er i stor grad basert på en felles plattform. Arbeidet med ansvarlig forvaltning er nærmere omtalt i avsnitt 6.2 i meldingen. Det vises til denne.

Gjennomføring av arbeidet med ansvarlig forvaltning

Sammendrag

Avsnittet gjør rede for Etikkrådets, Folkestrygd-fondets og Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning. Arbeidet med de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU er omtalt i meldingens avsnitt 6.2.2. Det vises til nærmere omtale i meldingen.

Komiteens merknader

Komiteen viser til at rammeverket for forvaltningen av SPU og SPN bygger på en klar ansvars- og rolledeling både mellom eier og forvalter, og mellom de ulike organene som fører tilsyn og kontroll med fondet.

Komiteen viser til at Stortinget vedtok å opprettholde ordningen med Etikkrådet, med klare forventninger til den nye strukturen, der Etikkrådets uavhengighet, faglige styrke og åpenhet ble videreført. Komiteen mener den nye organiseringen bidrar til en mer sammenhengende kjede av virkemidler i arbeidet med ansvarlige investeringer, og legger til grunn at Etikkrådet og Norges Bank fortsetter å vi-

dereutvikle rutiner og arbeidsformer for å tydeliggjøre ansvarslinjer og bidra til god kommunikasjon.

Komiteen vil fremheve det gode arbeidet som gjøres rundt rapportering og åpenhet fra eierskapsutøvelsen. Den årlige tilleggspublikasjonen til årsrapporten om «arbeidet med ansvarlig forvaltning» har bidratt til å sette en ny standard for ansvarlig investering fra fond i denne størrelsen, og er viktig for legitimiteten til fondet blant det norske folk.

Komiteens medlemmer fra Kristelig Folkeparti, Venstre og Sosialistisk Venstreparti vil vise til SPU's etiske retningslinjer, der det heter at «Fondet skal ikke være investert i selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer: produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper». Disse medlemmer viser til rapporten «Don't bank on the bomb», utgitt av den nederlandske organisasjonen Pax, International Campaign to Abolish Nuclear Weapons (ICAN) og analyseselskapet Profundo, som viser at Statens pensjonsfond utland fortsatt er investert i selskaper som er involvert i kjernevåpenvirksomhet, og mener på denne bakgrunn at en ytterligere presisering av det etiske regelverket rundt kjernevåpen er nødvendig. Disse medlemmer mener at produksjon av hydrogen til kjernevåpen, utskytingssystemer for kjernevåpen, utvikling av ubåter til utskyting av kjernevåpen og bygging av missiler designet for kjernevåpen er alle eksempler på virksomhet som åpenbart bør sies å være i strid med de etiske retningslinjene. Disse medlemmer mener innsatsen for å hindre at SPU investeres i selskaper som produserer kjernevåpen eller sentralt tilleggsutstyr til kjernevåpen, må styrkes, og at investeringer av den typen som nevnt her bidrar til å legitimere og muliggjøre lands kjernevåpenkapasitet.

Disse medlemmer mener det ikke er et tilstrekkelig argument mot uttrekk av utstyr og plattformer for kjernevåpen også kan brukes til konvensjonelle våpen.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen på egnet måte sørge for at utelukkelsen fra Statens pensjonsfond utland av våpen som ved normal bruk strider med grunnleggende humanitære prinsipper, også omfatter selskaper som produserer kjernevåpen, infrastruktur til kjernevåpen, tilleggsutstyr til kjernevåpen eller tjenester knyttet til produksjon, vedlikehold og bruk av kjernevåpen.»

Komiteens medlemmer fra Kristelig Folkeparti, Senterpartiet, Venstre og

Sosialistisk Venstreparti mener at urfolks og arbeidstakeres rettigheter må høyere opp på dagsordenen i SPU's forventningsdokument om menneskerettigheter. Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen sørge for at urfolks rettigheter, forankret i FNs erklæring om urfolks rettigheter og ILO-konvensjon nr. 169, og arbeidstakerrettighetene hjemlet i ILOs kjernekonvensjoner, får en større plass i Norges Banks forventningsdokument om menneskerettigheter.»

Komiteens medlemmer fra Senterpartiet, Venstre og Sosialistisk Venstreparti viser til at Norges Bank solgte seg ut av 23 selskaper i 2016 etter en vurdering av risiko forbundet med selskapsstyring og samfunns- og miljømessige forhold. Selv om banken oppgir i sine årlige rapporter hvilke risikoer de har vurdert, oppgir de ikke hvilke selskaper det er snakk om. Dette kan skape rom for spekulasjon siden sivilsamfunn og andre aktører kan se hvilke selskaper banken har solgt seg ut av, samt noen av grunnene til å selge seg ut, men uten å vite sikkert hvilke selskaper man har solgt seg ut av basert på vurdering av risiko.

Disse medlemmer fremmer på denne bakgrunnen følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen utrede offentliggjøring av hvilke selskaper som selges ut av SPU etter vurdering av risiko forbundet med selskapsstyring og samfunns- og miljømessige forhold.»

Disse medlemmer viser for øvrig til representantforslag om urfolks rettigheter i retningslinjene for Statens pensjonsfond utland i Dokument 8:17 S (2016–2017), og merknadene i tilhørende innstilling.

Komiteens medlem fra Sosialistisk Venstreparti mener det fremdeles finnes selskaper i SPU's portefølje som over tid har alvorlige brudd på SPU's forventninger. Dette medlem viser til FIVAS-rapporten «Dead in the water». Dette medlem viser til at det ikke er lett tilgjengelig informasjon om hvilke selskaper Norges Bank har dialog med og hvilke temaer som tas opp. Dette medlem mener Norges Bank bør synliggjøre hvordan deres eierskapsforventninger tas opp i selskapsdialogen, hvilke forventninger som diskuteres med hvilke selskaper, hvordan Norges Bank oppfatter effekten av denne dialogen å være, og om det er en økning eller reduksjon i risiko for brudd på forventningene.

Dette medlem fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen be Norges Bank loggføre tema knyttet til de ulike forventingsdokumentene som tas opp i møter med selskaper. Loggføringen av tema tatt opp i selskapsdialog må brukes for å vurdere selskapers utvikling over tid, slik at bruk av virkemiddelapparatet kan tilpasses. Hvilke forventninger som er tatt opp i møter med hvilke selskaper, må gjøres tilgjengelig for offentligheten gjennom den årlige rapporten fra Norges Bank om ansvarlig investeringsvirksomhet.»

Erfaringer med kull- og klimakriteriene i SPU

Sammendrag

I 2016 ble de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU utvidet med to nye kriterier. For det første ble det fra 1. januar 2016 innført et nytt, atferdsbasert klimakriterium som innebærer at observasjon eller utelukkelse kan besluttes for selskaper der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for handlinger eller unnlatelser som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser. Videre ble det fra 1. februar 2016 innført et nytt, produktbasert kriterium som innebærer at observasjon eller utelukkelse kan besluttes for gruve-selskaper og kraftprodusenter som selv eller konsolidert med enheter de kontrollerer får 30 pst. eller mer av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer 30 pst. eller mer av sin virksomhet på termisk kull.

I vurderingen under det produktbaserte kullkriteriet skal det i henhold til retningslinjene «... legges vekt på fremoverskuende vurderinger, herunder eventuelle planer som vil redusere inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til termisk kull og/eller øke inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til fornybare energikilder.» Kullkriteriet skal ikke omfatte grønne obligasjoner.

De nye kriteriene er omtalt i fondsmeldingen for 2015 og i nasjonalbudsjettet 2016. I forbindelse med Stortingets behandling av fondsmeldingen for 2015 uttalte finanskomiteen i Innst. 326 S (2015–2016) blant annet at

«... både det atferdsbaserte klimakriteriet og det produktbaserte uttrekkskriteriet for kull kun har fått virke i kort tid, og komiteen imøteser derfor en nærmere vurdering av operasjonaliseringen og hensiktsmessigheten i forvaltningen av de nye kriteriene i forbindelse med fondsmeldingen for 2016.»

Finansdepartementet ba i brev 19. oktober 2016 til Norges Bank og Etikkrådet om at det redegjøres for erfaringene så langt med de to nye kriteriene. Departementet legger i vurderingen av de to nye kriteriene vekt på hvilke strategier og arbeidsprosesser Norges Bank og Etikkrådet har etablert for å følge dem opp. Utveksling av informasjon og koordinering

mellom banken og Etikkrådet er også viktig. Etikkrådet og Norges Bank har redegjort for arbeidet i brev av henholdsvis 26. og 31. januar 2017 til departementet.

For klimakriteriet er det Etikkrådet som skal identifisere eventuelle selskaper som kan omfattes. For kullkriteriet er tilsvarende ansvar delt mellom Norges Bank og Etikkrådet. Fordi kullkriteriet krever en oppfølging og innsikt der Norges Bank har klare fortrinn, er det likevel i praksis først og fremst banken som identifiserer selskaper som kan rammes av dette kriteriet. Etikkrådet skriver at rådet best kan bidra ved å vurdere tvilstilfeller eller å vurdere selskaper som rådet blir oppmerksom på, etter at banken har sluttført sin gjennomgang av porteføljen. Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

Komiteens merknader

Komiteen tar omtalen av erfaringer med kull- og klimakriteriene i SPU til orientering og legger til grunn at Norges Bank og Etikkrådet fortløpende vurderer og forbedrer dette arbeidet i tråd med den forventningen som ligger i Stortingets vedtak.

Komiteens medlem fra Venstre og Sosialistisk Venstreparti viser til at klimarendringene også representerer en trussel for avkastningen i fondet på sikt. Særlig er investeringer i fossilindustrien risikable. Enkelte mener olje- og gasselskap kan ende opp med å bli «stranded assets», dvs. få vesentlig lavere verdi, som følge av klimarendringene. Disse medlemmer viser til omtale av markedsspesifikk risiko i Meld. St. 26 (2016–2017) kapittel 6.4.3. Blant annet konkluderer en rapport fra The University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership med at sektorer med stort karbonavtrykk vil være mer utsatt for finansielle tap enn sektorer med lavt karbonavtrykk, i tograder-scenarioet. Også konsultentselskapet Mercer konkluderer på liknende måte, noe som oppsummeres slik i meldingen:

I alle scenarioene som Mercer ser på påvirkes avkastningen i finansmarkedene av klimapolitiske tiltak eller teknologisk utvikling, men mest på sektornivå og i mindre grad på selskapsnivå. Sektorer innen klimavennlig energiproduksjon, inkludert fornybar energi og kjernekraft, kommer relativt sett godt ut, mens sektorer med høyt karbonavtrykk, spesielt kull- og oljesektoren, kommer dårligere ut.

Disse medlemmer mener derfor det er viktig for fondet å intensivere arbeidet med å redusere eksponeringen mot fossil energi. Erfaringene fra uttrekk av kull har gitt verdifull erfaring å dra veksler på i dette arbeidet.

Disse medlemmer fremmer på denne bakgrunnen følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen utarbeide en strategi for utfasing av investeringer i fossil energi i Statens pensjonsfond utland.»

«Stortinget ber regjeringen forberede en egnet definisjon av fossile selskaper med sikte på at SPU trekkes ut av fossil energi på lik linje med tidligere beslutning om å trekke SPU ut av kull.»

Klimarisiko

Sammendrag

For en langsiktig investor som SPU vil avkastningen på investert kapital i stor grad følge verdiskapingen i verdensøkonomien. Klimarisiko i form av klimaendringer, klimapolitikk og virkningen av disse på teknologisk utvikling, kan ha betydning for avkastningen på lang sikt. Mekanismene som bidrar til samspillet mellom klimarisiko og fremtidig avkastning i finansmarkedene er samtidig usikre, på grunn av lite empiri og begrenset forskning på området. Kunnskap og bevissthet om den finansielle risikoen ved klimaendringer er derfor viktig i forvaltningen av SPU.

Også Mork-utvalget, som vurderte aksjeandelen i SPU, omtalte disse problemstillingene og pekte på at det er stor usikkerhet om fremtidig klimapolitikk, som for eksempel oppfølgingen av klimaavtalen som ble inngått i Paris i 2015. Denne avtalen etablerte et langsiktig, globalt mål om å holde økningen i den globale gjennomsnittstemperaturen godt under 2 °C sammenlignet med førindustrielt nivå og tilstrebe å begrense temperaturøkningen til 1,5 °C.

Klimarisiko er systemisk ved at økonomisk vekst og samlet inntjening i selskapene påvirkes. Den er også markedsspesifikk, ved at avkastningen av utsatte aktivaklasser, sektorer og selskaper påvirkes mer enn andre. Samtidig er det nye investeringsmuligheter i de deler av økonomien som er mindre utsatt for denne risikoen eller som utvikler eller fremmer nye løsninger. Systemisk og markedsspesifikk risiko er omtalt i avsnittene 6.4.2 og 6.4.3.

Klimarisiko har i lang tid vært en integrert del av forvaltningen av Statens pensjonsfond. I mandatene for forvaltningen av SPU og SPN er det lagt til grunn at god avkastning på lang sikt avhenger av en bærekraftig utvikling og velfungerende markeder. Avsnittene 6.4.4 og 6.4.5 gir en oversikt over arbeidet med klimarisiko i den operative forvaltningen av de to fondene. Virkemidlene som tas i bruk retter seg både mot systemisk og markedsspesifikk risiko. Finansdepartementets vurdering av arbeidet med finansiell klimarisiko gis i avsnitt 6.4.6. I tillegg til arbeidet med klimarisiko i forvaltningen, er det tatt inn enkelte klimarelaterte kriterier i de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU,

se boks 6.2. Disse supplerer de øvrige virkemidlene. Det vises til meldingen for nærmere redegjørelse.

Komiteens merknader

Komiteen tar omtalen av arbeidet med håndtering av finansiell risiko som følge av klimaendringene til orientering og legger til grunn at Norges Bank og Folketrygdfondet fortløpende vurderer markedsspesifikk klimarisiko i sin forvaltning av SPN og SPU.

Forventningsdokument om åpenhet i internasjonal selskapsbeskatning

Sammendrag

Ved finanskomiteens høring om fondsmeldingen for 2015 tok finansministeren opp spørsmålet om lukkede jurisdiksjoner og åpenhet om finansielle forhold i selskapene SPU er investert i. Finansministeren pekte på at åpenhet og god rapportering skaper tillit, motvirker hemmelighold og støtter opp under riktig skattlegging, og viste til at dette er problemstillinger som Norges Bank allerede er opptatt av i sitt eierskapsarbeid. I sin innstilling skrev finanskomiteen følgende:

«Komiteen mener at økte krav til åpenhet og rapportering fra selskapene SPU er investert i om inntektsstrømmer og skatteforhold kan motvirke effekten av hemmeligholdet som jurisdiksjonene tilbyr. Tydelige forventninger fra finansielle investorer som SPU kan på dette området motvirke bruk av lukkede jurisdiksjoner til å skjule ulovlige handlinger som blant annet korrupsjon, hvitvasking og skatteunndragelser og slik bidra til mer velfungerende og legitime markeder. Komiteen mener det vil være viktig med mer kunnskap om de forskjellige sider av skatte-spørsmål i og ved de selskaper Norges Bank investerer i.»

På denne bakgrunn vedtok Stortinget følgende anmodningsvedtak:

«Stortinget anmoder regjeringen om å be Norges Bank vurdere å utarbeide et forventningsdokument om skatt for selskapene fondet er investert i.»

Finansdepartementet ba Norges Bank om å vurdere muligheten for å utarbeide et slikt forventningsdokument i brev 29. juni 2016, i tråd med vedtaket i Stortinget. Banken har i brev 30. januar 2017 gjort nærmere rede for sine vurderinger.

Banken slutter seg til betydningen av åpenhet og god rapportering for å bygge tillit, motvirke konsekvenser av hemmelighold og understøtte riktig skattlegging på tvers av jurisdiksjoner. Som en langsiktig, global investor ønsker Norges Bank å fremme standarder og praksis som bidrar til konkurranse på like vilkår og som er bærekraftig på sikt.

Norges Bank legger opp til å utgi et forventningsdokument om åpenhet i internasjonal selskapsbeskatning i løpet av første kvartal 2017. I arbeidet med et slikt dokument vil banken hente innspill fra relevant ekspertise, næringsliv og andre interessenter. Banken vil ta utgangspunkt i investors rolle i selskapsstyringen, internasjonale rammeverk og ledende praksis.

Norges Bank viser i brevet videre til at det er myndighetenes oppgave å bestemme skattenivået og håndheve skattelovgivningen. Ulike initiativ er nå underveis for å styrke det internasjonale rammeverket for beskatning av flernasjonale selskaper, for eksempel OECDs Base Erosion and Profit Shifting-pakke (BEPS). Banken antar at den nasjonale gjennomføringen av slike regelverk over tid vil bidra til å gjøre selskapsbeskatningen mer forutsigbar og konsistent på tvers av land. Det vil også kunne legge til rette for ensartede konkurransevilkår og gjøre komplekse skattemotiverte konstruksjoner mindre aktuelle. Norges Bank mener investorers rolle i denne sammenheng kan være å fremme gode internasjonale standarder og åpenhet i selskapene. Det kan bidra til legitime og velfungerende markeder.

I sin kontakt med selskaper bygger banken på rolledelingen mellom eier og selskapets styre, slik det for eksempel fremkommer av G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring. Banken mener at økt åpenhet kan gjøre det enklere for investorer å vurdere selskapenes strategi og eventuell risiko ved beskatning på tvers av landegrensene. Banken legger samtidig til grunn at investorer ikke kan følge opp detaljene i de strategiene selskaper velger for sin skattetilnærming.

Forventningsdokumentet fra Norges Bank om åpenhet i internasjonal selskapsbeskatning vil komme i tillegg til de fire eksisterende forventningsdokumentene om menneskerettigheter, klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter.

Komiteens merknader

Komiteen mener utarbeidelsen av forventningsdokumenter har vært vellykket, og har merket at Norges Bank fremhever at dette arbeidet kan gi mer målrettet eieraktivitet og analyse, og videre peker på at fondets klare posisjon som en langsiktig investor kan bidra til å gi ekstra tyngde i eierskapsutøvelsen om langsiktige problemstillinger som klimaendringer. Komiteen støtter dette arbeidet, men påpeker samtidig at Norges Banks arbeid med ansvarlige investeringer skal skje innenfor deres mandat som finansiell investor.

Komiteen har merket seg at Norges Bank har utarbeidet et nytt forventningsdokument om åpenhet i internasjonal selskapsbeskatning som et resultat av Stortingets anmodningsvedtak i 2016. Komiteen har store forventninger til oppfølging av forvent-

ningsdokumentet, og ser frem til rapporteringen fra dette arbeidet i fondsmeldingen våren 2018.

Komiteens medlemmer fra Kristelig Folkeparti, Senterpartiet, Venstre og Sosialistisk Venstreparti viser til prinsippet om at skattlegging og skatteinngang skal skje der verdiskapning finner sted. Dette prinsippet ligger til grunn for alt internasjonalt arbeid mot aggressiv skatteplanlegging og internasjonal skatteunndragelse. Disse medlemmer mener dette prinsippet også skal gjelde for og følges opp av SPU. Offentlige aktører som deltar i eller legger til rette for aggressiv skatteplanlegging, stjeler skatteinntekter fra andre. Slik oppførsel har betydelige negative eksterne virkninger og er uetisk. Disse medlemmer mener det er rom for at Norges Bank i større grad internaliserer disse eksterne virkningene i sin investeringsstrategi. Disse medlemmer viser til at Norges Bank har organisert sine investeringer i uotert eiendom i datterselskaper i skatteparadiset Luxembourg og delstaten Delaware i USA.

Disse medlemmer viser til avsløringer rundt lukkede jurisdiksjoner, som Luxleaks og Panama Papers. Selv om endringene i skattebetaling ofte er små på grunn av SPUs juridiske status, er SPUs tilstedeværelse i lukkede jurisdiksjoner med på å legitimere bruken av lukkede jurisdiksjoner samt å gjøre det økonomisk fristende for land å oppføre seg deretter. Disse medlemmer vil påpeke at lukkede jurisdiksjoner brukes til å finansiere illegal virksomhet som narkotikahandel, våpensmugling, menneskehandel og omgåelse av FN-godkjente økonomiske sanksjoner.

Disse medlemmer fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen utrede hvordan oljefondet kan spille en mer konstruktiv rolle i innsatsen mot internasjonal skatteomgåelse og skatteunndragelse.»

Komiteens medlem fra Sosialistisk Venstreparti fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen påse at Norges Bank flytter sine datterselskap vekk fra lukkede jurisdiksjoner.»

«Stortinget ber regjeringen be Norges Bank varsle relevante skattemyndigheter dersom Norges Bank oppdager uetisk skattepraksis blant selskapene i porteføljen.»

«Stortinget ber regjeringen sørge for at uetisk skattepraksis og skatteunndragelse innlemmes blant

uttrekkskriteriene i de etiske retningslinjene for SPU.»

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

Sammendrag

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er frivillige anbefalinger som skal legge til rette for ansvarlig atferd i alle deler av næringslivet, se boks 6.1. Land som har sluttet seg til retningslinjene er forpliktet til å opprette nasjonale kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv. Kontaktpunktene skal spre kunnskap om retningslinjene og tilby dialog og mekling i enkeltsaker. Mellom land er det stor variasjon i hvordan de 46 kontaktpunktene er organisert, og i hvor mye ressurser de har til rådighet. Det arbeides for en mer enhetlig praksis, slik at selskaper får tilsvarende oppfølging av retningslinjene fra myndighetenes og kontaktpunktene side, uavhengig av i hvilke av de tilsluttede landene virksomheten er lokalisert. Det norske kontaktpunktet bidrar aktivt til dette arbeidet.

I mandatet for SPU er det stilt krav om at Norges Bank skal fastsette et bredt sett av prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Prinsippene skal bygge på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder som blant annet OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.

En forskningsrapport utarbeidet i 2013 viste at mange finansinstitusjoner opplever OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper som uklare og at de i liten grad brukes i finanssektoren. Gjennom 2014 drøftet OECD hvordan enkelte prinsipper og begreper i retningslinjene skal forstås, blant annet på bakgrunn av en forespørsel fra Norge. Arbeidet er forankret i OECDs investeringskomité og en arbeidsgruppe for ansvarlig næringsliv. Det ble enighet om at retningslinjene også gjelder for finanssektoren, herunder i prinsippet for minoritetsaksjonærer. Hvordan bestemmelsene skal gjennomføres for finansielle investeringer er imidlertid ikke eksplisitt omtalt i retningslinjene, i motsetning til for eksempel innkjøperes ansvar for leverandører.

OECD har gjennom flere år arbeidet med å utforme veiledere som konkretiserer hvordan retningslinjene kan tas i bruk i praksis innenfor ulike sektorer. Høsten 2015 startet et arbeid med å lage veiledere om hvordan retningslinjene kan praktiseres for finanssektoren. Arbeidet ble forankret i arbeidsgruppen for ansvarlig næringsliv og en referansegruppe som består av representanter for myndigheter, bransje, internasjonale organisasjoner, fagforeninger og akademikere. Finansdepartementet og Norges Bank har deltatt i referansegruppen. En veileder for institusjonelle investorer ble godkjent av OECD i begynnelsen av

2017 og lansert i slutten av mars. OECD arbeider også med veiledere for andre deler av finanssektoren.

Komiteens merknader

Komiteen tar omtalen til orientering.

Nasjonalformuen og investeringene i SPU

Sammendrag

Finansteorien tilsier at sammensetningen av en finansiell formue må ses i sammenheng med investors forpliktelser og øvrige formue. Det finnes en bred forskningslitteratur om porteføljevalg for husholdninger, og Mork-utvalget vurderte hvordan denne forskningen kan anvendes for Norge som finansiell investor. Denne temaartikkelen gjør rede for hvordan investeringene i SPU kan ses i et slikt rammeverk. I denne meldingen er dette perspektivet omtalt i avsnitt 3.1 om aksjeandelen.

Teoretisk rammeverk

Den finansielle formuen i SPU setter Norges offentlige finanser i en særstilling internasjonalt. Staten har en finanskapital som tilsvarer nærmere tre års verdiskaping i fastlandsøkonomien. Få andre land har et tilsvarende utgangspunkt. Det kan være en mulig grunn til at porteføljevalg for land er lite omtalt i finanslitteraturen. Det finnes imidlertid en stor litteratur som studerer tilsvarende problemstillinger for husholdninger.

Klassiske bidrag til litteraturen om porteføljevalg for husholdninger tok utgangspunkt i rent finansielle eiendeler. Etter hvert ble litteraturen utvidet for også å ta hensyn til eiendeler som ikke kan omsettes i et marked. En annen og sentral del av litteraturen ser på sammenhengene mellom preferanser for et stabilt forbruk og kompensasjonen som forventes for å bære risiko. Se kapittel 6 i Mork-utvalgets rapport for en nærmere gjennomgang av litteraturen.

Enkelte bidrag ser også på andre aktører enn husholdninger. Merton (1993) søker å modellere preferansene til et universitetsfond. Bodie og Briere (2013) ser på statlige investeringsfond og peker på at en, i tillegg til å se på statens samlede formue og forpliktelser, også må se på landets humankapital og naturressurser. Bremer m.fl. (2016) vurderer porteføljevalg for land som også har petroleum i bakken, men ser ikke på hele bredden i nasjonens formue.

Utgangspunktet i litteraturen er at risiko kan deles i risiko som kan omsettes, i form av handel med verdipapirer, og risiko som ikke er omsettbare. Noterte aksjer, som gir rett til et selskaps overskudd etter at andre forpliktelser er betalt, er et eksempel på omsettbare, risikable inntekter. Et individs fremtidige arbeidsinntekt er også usikker, men kan ikke omset-

tes på samme måte som et verdipapir. Det er således et eksempel på ikke-omsettbare, risikabel inntekt. Det er også vanlig å betrakte grunnrenten fra naturressurser som nåverdien av ikke-omsettbare kapitalinntekter.

En beslutning om hvor mye finansiell risiko en husholdning skal ta og hvordan den skal sette sammen porteføljen av omsettbare, finansielle eiendeler må ifølge finansteorien ses i sammenheng med størrelsen på og egenskapene ved andre, ikke-omsettbare inntekter og eiendeler, samt hva ressursene skal brukes til. En slik avveining bidrar til høyest mulig velferd for husholdningen, ved at forholdet mellom forventet avkastning og risiko i den samlede formuen blir best mulig.

For en husholdning er det naturlig å ta utgangspunkt i den samlede balansen av eiendeler og forpliktelser. Aktividasiden (eiendeler) vil bestå av kapital og de anslåtte nåverdiene av alle fremtidige inntekter (totalformue). Typiske eiendeler i en husholdning vil være bolig, finansielle aktiva som aksjer og bankinnskudd og fremtidig arbeidsinntekt. For en ung husholdning vil fremtidig arbeidsinntekt vanligvis utgjøre den største delen av formuen. For en eldre husholdning er gjerne bolig og finansielle aktiva de største formueskomponentene. Passivasiden (gjeld) i balansen er nåverdien av fremtidige forpliktelser, for eksempel betaling for kjøp av varer og tjenester. Slike nåverdier kan være vanskelig å beregne i praksis og med stor nøyaktighet. Over tid må en legge til grunn at det er balanse mellom inntekter og utgifter. Det innebærer at nåverdien av fremtidige forpliktelser, i form av kjøp av varer og tjenester, ikke kan være større enn nåverdien av fremtidige inntekter.

Størrelsen og egenskapene til eiendelene og forpliktelsene påvirker evnen til å bære risiko. For de fleste husholdninger vil arbeidsinntekten være mindre risikabel enn finansinntektene. Tidlig i yrkeslivet er verdien av en husholdnings fremtidige arbeidsinntekt relativt høy. Da tilsier teorien at husholdningen bør ha en stor del aksjer i den finansielle porteføljen siden den store, ikke-omsettbare fremtidige arbeidsinntekten har en risikoprofil som kan tilsvare en renteportefølje. Når en husholdning nærmer seg pensjonsalder, er verdien av fremtidig arbeidsinntekt relativt lav. Da bør husholdningen eie mer rentepapirer og mindre aksjer i den finansielle porteføljen, slik at risikoen for de samlede eiendelene er om lag uendret.

Konsumvaner kan være krevende å endre fra år til år. Det er rimelig å anta at de fleste husholdninger foretrekker et forholdsvis stabilt forbruk av varer og tjenester. Høy finansiell risikotaking kan komme i konflikt med muligheten for å opprettholde et jevnt forbruk. Et stabilt fremtidig konsum kan anses som en gjeldspost, eller en negativ beholdning av en lite risikabel eiendel, som obligasjoner. Det bør møtes

med sikre inntekter. Jo større grad av stabilitet som ønskes, desto mer vil en husholdning kreve å bli kompensert i form av høyere forventet avkastning for å bære risiko. Over en lengre tidshorisont kan det samtidig, via økonomisk vekst, være en sammenheng mellom forventet avkastning og husholdningens konsumforventninger. Da vil et ønske om å opprettholde det relative finansieringsbidraget fra finansformuen kunne trekke i motsatt retning.

Aktivafordelingen i finansformuen bør videre tilpasses den implisitte beholdningen av ulike aktiva, som ikke-omsettbare naturressurser. Alt annet like vil mer risikable ikke-omsettbare formueskomponenter innebære at det er optimalt med en mindre risikabel aktivafordeling i finansformuen. Denne innsikten medfører at det ikke nødvendigvis er optimalt å holde aktivafordelingen i finansformuen konstant over tid, da den relative størrelsen på de ulike delene av formuen kan endres over tid.

Er investoren staten eller nasjonen Norge?

Finansene i offentlig sektor har særlige egenskaper sammenliknet med private aktørers finanser. Husholdninger og bedrifter har en begrenset levetid og store markedsbestemte inntekter. Staten er i prinsippet en aktør med uendelig levetid, hvis viktigste inntektskilde er retten til å skattlegge verdiskapingen i privat sektor. Levetiden legger til rette for at staten kan velge en svært lang tidshorisont for sine finansielle investeringer.

For husholdninger og bedrifter kan en sette opp en finansiell balanse med eiendeler og forpliktelser, der en i tillegg til formueskomponentene må anslå nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. For staten er det derimot vanskelig å anslå nåverdien av dens viktigste eiendel, retten til å skattlegge husholdninger og bedrifter. Videre er det vanskelig å anslå fremtidige utgifter, siden statens forpliktelser til å levere offentlige tjenester i all hovedsak er politiske snarere enn kontraktsfestede. Inntektene og utgiftene til det offentlige er derfor ikke direkte sammenlignbare med inntekter og utgifter til en husholdning eller bedrift, men heller et styringsverktøy for å benytte samfunnets realressurser på en politisk ønsket måte.

Skatter fra økonomisk aktivitet i privat sektor er den dominerende inntektskilden til offentlig forvaltning. Skatteinntekter skiller seg fra en husholdnings ikke-finansielle inntekter ved at de ikke bestemmes i et marked – staten kan i prinsippet selv bestemme hvor mye av verdiskapingen som skal trekkes inn via skattesystemet. Samtidig vil innretningen av skattesystemet kunne påvirke både arbeidsinnsatsen og produktiviteten i privat sektor, og dermed også skattegrunnlaget. Store deler av statens inntekter vil i praksis komme fra såkalt vridende skatter, som antas å påvirke verdiskapingen i privat sektor negativt.

Dette omtales også som kostnaden ved skattefinansiering. De negative effektene antas å være spesielt store ved skattesatser som er høye eller varierer mye over tid. Dette vil i praksis begrense hvor mye av verdiskapingen som kan skattlegges.

Basert på fremskrivninger av Norges økonomi og befolkning, lager Finansdepartementet anslag for utviklingen i offentlige inntekter og utgifter på lang sikt. Disse anslagene har som formål å analysere bærekraften i offentlige finanser, dvs. om dagens velferdsordninger også i fremtiden kan finansieres med dagens skattenivå. Analysene i blant annet Perspektivmeldingen 2017 belyser denne problemstillingen.

En annen viktig forskjell mellom statens skatteinntekter og inntektene til private aktører er at skattleggingens primære funksjon er å inndra kjøpekraft fra privat sektor for å styre anvendelsen av samfunnets samlede realressurser i form av arbeidskraft og produksjonsutstyr. For husholdninger er inntekter, enten de kommer fra lønnsinntekter, kapitalinntekter eller overføringer, grunnlaget for å kjøpe varer og tjenester. Ressursbruken i samfunnet kan også styres gjennom påbud og reguleringer som direkte påvirker anvendelsen av ressursene. For eksempel kan en stat utskrive verneplikt i stedet for å skattlegge husholdninger for å ansette profesjonelle soldater. Grensene for statens virksomhet, budsjettbetingelsen, er ikke først og fremst finansiell, men bestemt av hvilke realressurser som er tilgjengelige.

Inntektene fra SPU er valutainntekter, som plasseres i utlandet og kun kan brukes til å betale for varer og tjenester produsert i utlandet. Alternativet ville vært å finansiere denne importen med eksportinntekter. Det ville lagt beslag på arbeidstimer og produktiv kapasitet, som i stedet kan anvendes til å produsere for konsum eller investeringer innenlands. Valutainntektene fra SPU øker slik sett ikke antallet arbeidstimer vi har til rådighet i Norge direkte, men vrir sammensetningen av produksjonen. Et fall i disse inntektene reduserer konsummulighetene over tid, men kan delvis motvirkes ved å øke arbeidstilbudet og produksjonen innenlands.

Mork-utvalget pekte på at særtrekkene ved statens balanse og SPU innebærer at det er lite naturlig å sammenholde fondet med offentlig forvaltnings øvrige inntekter når en skal vurdere investeringsstrategien til SPU. Utvalget tilrådte i stedet å sammenholde fondet med verdien av den samlede verdiskapingen i Norge.

Norges nasjonalformue

Nasjonalregnskapet angir verdien og sammensetningen av samlet verdiskaping i Norge i ett enkeltår. En svakhet med nasjonalregnskapets beregninger er at de ikke tar høyde for om inntektene fra naturressurser lar seg opprettholde over tid. Petrole-

umsvirksomheten innebærer at olje og gass blir vekslert om til inntekter som regnes med i BNP, mens nedgangen i petroleumsressursene på norsk sokkel ikke gjenspeiles i nasjonalregnskapet. Også overbeskatning av fornybare naturressurser vil fremkomme som en midlertidig inntektsøkning i nasjonalregnskapet. Siden Norges løpende inntekter er påvirket av store, men midlertidige petroleumsinntekter, gir nasjonalformuen et bedre bilde av faktorene som vil bidra til Norges inntekter i fremtiden.

Nasjonalformuen kan beregnes på ulike måter, men i utgangspunktet er formuen definert som nåverdien av de fremtidige konsummulighetene den gir grunnlag for. Slike beregninger er lagt frem i Perspektivmeldingen 2017, se figur 7.1. Der beregnes fire komponenter som inngår i den samlede nasjonalformuen:

- Humankapital. Humankapitalen er anslått som nåverdien av fremtidig arbeidsinnsats.
- Naturressurser. Anslaget for petroleumsformuen er beregnet som nåverdien av fremtidig grunnrente i petroleumssektoren. Som en forenkling ses det bort fra andre naturressurser.
- Fast realkapital. Her brukes nasjonalregnskapets anslag for verdien av fast realkapital vurdert til gjenanskaffelsespriser for denne kapitalen.
- Finanskapital. Anslag for Norges nettofinansformue i utlandet fra SSBs finansielle balanser. SPU står for det meste av finanskapitalen.

Nåverdien av fremtidig arbeidsinnsats er anslått til å utgjøre om lag tre firedeler av den samlede nasjonalformuen. Det innebærer at velferdsutviklingen på lang sikt først og fremst blir bestemt av arbeidsinnsatsen og hvor mye en får ut av hver arbeidstime (arbeidsproduktiviteten). Både den delen av formuen som er hentet opp i form av olje- og gassreserver, og plassert i SPU, og den delen som er igjen på havbunnen i form av petroleumsressurser, er anslått å utgjøre langt mindre andeler. Realkapital, finanskapital og fremtidig grunnrente i petroleumsvirksomheten er anslått til hhv. 14 pst., 9 pst. og 3 pst. av nasjonalformuen.

Anslag fra slike beregninger er usikre. Verdien av petroleumsformuen avhenger blant annet av den fremtidige oljeprisen. Videre avhenger verdien av humankapitalen av fremtidig produktivitetsvekst. Dersom den økonomiske veksten på lang sikt blir vesentlig svakere enn lagt til grunn, vil også nåverdien av fremtidig produksjon – og dermed nåverdien av humankapitalen – være lavere enn beregnet. Dersom den langsiktige produktivitetsveksten blir lavere, vil antagelig avkastningen av finanskapitalen, herunder SPU, også bli lavere. I tillegg avhenger verdien av humankapitalen av arbeidsinnsatsen per innbygger. Skulle en gjennomsnittlig arbeider i fremtiden arbei-

de flere timer, vil også verdien av humankapitalen øke. Fremtidige generasjoners avveininger mellom konsum og fritid vil dermed bli avgjørende.

Usikkerheten gjelder ikke bare størrelsen på disse komponentene, men også sammenhengene mellom dem. Det kan være samvariasjon mellom enkelte deler av eiendelene og forpliktelsene, fordi begge påvirkes av det samme bakenforliggende forhold, for eksempel fremtidig produktivitetsvekst. Slike sammenhenger er vanskelig å anslå og vil kunne variere over tid.

Et nasjonalformuesperspektiv er en mulig tilnærming for enkelte valg...

Det teoretiske rammeverket for sammensetning av en beslutningstakers finansielle formue innebærer at nåverdien av fremtidige inntekter sammenholdes med nåverdien av fremtidige forpliktelser. Sammensetningen av den finansielle formuen skal da tilpasses slik at forholdet mellom forventet avkastning og risiko for den samlede formuen blir best mulig, sett i lys av de fremtidige forpliktelsene. For SPU vil det i et slikt rammeverk være naturlig å legge til grunn et nasjonalformuesperspektiv, der finansformuen sammenholdes med samfunnets øvrige inntekter.

Et slikt perspektiv kan belyse viktige veivalg ved oppbygging og plassering av finansformue i SPU. Aksjeandelen bestemmer i stor grad risikonivået i SPU, og er et eksempel på et valg som kan belyses på denne måten. For staten er grunnrenten fra olje og gass i bakken usikker. Oljeprisen har historisk svingt mye. Omgjøringen av denne grunnrenten til en veldiversifisert, finansiell formue i utlandet bidrar, alt annet like, til en reduksjon av risikoen i samlet petroleumsformue. For et gitt risikonivå kan en derfor, etter hvert som verdien av oljen i bakken avtar, bære større risiko i den finansielle delen av petroleumsformuen.

Både Mork-utvalget og Norges Bank pekte på at den betydelige formuesom plasseringen som har funnet sted de siste årene, fra olje og gass i bakken til finansformue i utlandet, isolert sett trekker i retning av en høyere aksjeandel i SPU, se avsnitt 3.1. Samtidig innebærer rammeverket at valg av risikonivå også må bygge på andre vurderinger. Retningslinjene for finanspolitikken og fondets uttalte formål legger til rette for en lang tidshorisont og evne til å bære kort-siktige verdisvingninger. I tillegg må det tas høyde for hvor store svingninger i samlet konsum nasjonen tåler over tid. Et bortfall av inntekter vil påvirke konsummulighetene negativt. Som Mork-utvalget pekte på er det uheldig med store svingninger i skattenivået og det offentlige tjenestetilbudet over tid. Om et bortfall av inntekter skal slå ut i et svekket offentlig tjenestetilbud til husholdningene, eller i høyere skatter og lavere privat konsum, vil være et politisk valg.

Valget må også ta hensyn til kostnadene ved skattefinansiering.

Et slikt analytisk rammeverk kan også kaste lys over hvilken rolle fondet har i finansieringen av fremtidige utgifter. Retningslinjene for finanspolitikken innebærer at det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet fullt ut finansieres ved en overføring fra fondet. Målet med denne mekanismen er å unngå at en bygger opp finansiell gjeld samtidig med at en bygger opp sparing på statens hånd i SPU. Et nasjonalformuesperspektiv synliggjør at det samlet sett ikke ville gitt mening.

Et nasjonalformuesperspektiv innebærer at en ved sammensetningen av den finansielle formuen må ta hensyn til fremtidige forpliktelser. Fremskrivninger tyder på at statens finanser vil stå under betydelig press fremover, som følge av aldring av befolkningen. Det skyldes at offentlige ytelser i all hovedsak betales av skatter og avgifter på inntekter skapt av befolkningen i yrkesaktiv alder, mens barn, unge og eldre er netto mottakere av slike ytelser. Sparing i Statens pensjonsfond vil bidra til å gjøre det lettere å møte disse utgiftene. Samtidig vil det i liten grad være mulig å dekke opp de økte utgiftene som følger med aldring av befolkningen ved økt sparing i dag. Forbigående inntekter fra olje og gass kan ikke finansiere et permanent og økende gap mellom offentlige inntekter og utgifter.

Både økningen i aldersrelaterte utgifter og pensjonsfondets begrensede bidrag var kjent da handlingsregelen ble introdusert i 2001. Den gang ble det fremhevet at denne utfordringen først og fremst må møtes med reformer som gjør offentlige finanser mer robuste overfor aldringen, slik som tiltak for økt arbeidstilbud og produktivitet i offentlig sektor. Også senere meldinger fra Finansdepartementet, samt Thøgersen-utvalgets utredning, har lagt en slik tilnærming til grunn.

... men lite anvendbart for andre og mer detaljerte valg

I prinsippet er det mange problemstillinger som er viktige for å vurdere strategien for investeringene i SPU i et nasjonalformuesperspektiv. Rammeverket ovenfor tyder på at det er mulig å tilpasse sammensetningen av den finansielle delen av formuen for å ta hensyn til endringer i verdien av de ikke-omsettelige delene av nasjonalformuen. I et notat skrevet i forbindelse med Perspektivmeldingen 2017 peker førstestamanuensis Trond Døskeland ved NHH på humankapitalen, som i stor grad gjenspeiler produktivitet og framtidig arbeidsinnsats, og spør om det finnes investeringer som vil gi relativt høyere avkastning dersom produktivitetsveksten i Norge og resten av OECD-området skulle avta markert. I et scenario der prisene faller for andre viktige eksportprodukter som

fisk og metaller, finnes det da motsykliske investeringer? Et annet eksempel er diskusjonen om olje- og gassaksjer i SPU, se omtalen i Perspektivmeldingen 2017. Et varig fall i prisene på olje og gass vil virke negativt inn på Norges økonomi og framtidige inntekter. Kan og bør denne sårbarheten reduseres ved å selge SPUs beholdning av disse aksjene?

I prinsippet kan en analysere risikoen ved hver av de ulike komponentene av nasjonalformuen og korrelasjonen mellom dem, og dermed komme frem til en aktivaallokering som i teorien er optimal. I praksis er imidlertid slike analyser krevende å gjennomføre fordi det forutsetter sikker kunnskap om empiriske sammenhenger mellom ulike priser og utviklingen i verdens aksje- og obligasjonsmarkeder. Historiske data viser at korrelasjonen mellom de ulike komponentene er usikker og varierer over tid, noe også Mork-utvalget peker på. Forsøk på å beregne en optimal allokering ville dessuten bidra til en kompleks og fragmentert strategi for investeringene i SPU. Den ville også løpende måtte legges om etter hvert som sammenhengene endrer karakter, for eksempel som følge av tidsvarierende kompensasjon for å bære risiko i finansmarkedene. Det ville medført betydelige transaksjonskostnader.

Det kan også reises mer prinsipielle innvendinger mot å bruke et slikt rammeverk. Mork-utvalget viser til at den norske befolknings tobakkskonsum trekker ned verdien av humankapitalen i nasjonalformuen. Fra et nasjonalformuesperspektiv ville motstykket til dette være å investere i tobakkselskaper, og ta del i inntektene fra salg av tobakk. Dette ville være i strid med Stortingets forutsetninger om ikke å investere i slike selskaper på etisk grunnlag.

En annen innvending er at staten i mange tilfeller vil kunne ha andre, mer treffsikre virkemidler for å adressere noen av disse spørsmålene enn å vri sammensetningen av investeringene i SPU. Et eksempel på dette er sårbarheten til norsk økonomi ved et varig fall i inntektene fra olje og gass, som drøftes i Perspektivmeldingen 2017. I omtalen vises det til at god evne til økonomisk omstilling, understøttet av den økonomiske politikken og fleksibilitet i arbeidsmarkedet, vil være langt viktigere i en slik situasjon enn om SPU er trukket ut av olje- og gassaksjer.

I nasjonalformuen er humankapitalen målt ved nåverdien av fremtidig arbeidsinnsats den dominerende inntektskomponenten. Da er lavere arbeidsinnsats en viktig risikofaktor for konsummulighetene. Bør sammensetningen av investeringene i SPU endres dersom kommende generasjoner har andre preferanser for fritid enn dagens generasjon? Ved opprettelsen av SPU ble det pekt på at oljeinntektene representerer en ikke-fornybar naturressurs, og sparingen i fondet sikter mot å fordele denne ressursen jevnt mellom generasjoner. Sparingen i fondet er der-

med motivert ut fra hensynet til en rettferdig fordeling av petroleumsformuen mellom generasjoner, men ikke en glatting av konsumet mellom de samme generasjonene.

Investeringene i SPU er basert på at fondet har en lang tidshorisont og at det er ønskelig med bred risikospredning på tvers av land, sektorer og selskaper. Over tid skjer det store endringer i nærings sammensetning og produksjonsteknologi globalt. Det er grunn til å tro at den teknologiske utviklingen vil fortsette, men det er samtidig vanskelig å forutse hvilke sektorer og selskaper som vil komme godt eller dårlig ut av denne utviklingen. Dimson (2015) viser store variasjoner i langsiktig avkastning mellom sektorer. Bred spredning av investeringene i SPU beskytter oss mot tap som følge av konsentrerte posisjoner i land eller industrier med lav langsiktig avkastning. Det er avgjørende for å kunne bære risikoen på lang sikt ved å investere i aksjer. Om en forsøkte å gjennomføre detaljerte tilpasninger i sammensetningen av den finansielle formuen ut fra nasjonalformuesbetraktninger, kunne det hatt en betydelig kostnad i form av et mindre diversifisert grunnlag for den langsiktige avkastningen til SPU. Finansdepartementet kjenner ikke til andre, tilsvarende fond som gjør denne typen tilpasninger i sin investeringsstrategi.

Komiteens merknader

Komiteen tar omtalen til orientering.

Komiteens medlemmer fra Kristelig Folkeparti, Senterpartiet, Venstre og Sosialistisk Venstreparti viser til at som ledd i den ansvarlige forvaltningen ble det innført egne mandater for miljørelaterte investeringer i oljefondet i 2009, som skal oppfylle samme risiko- og avkastningskrav som resten av forvaltningen. Dagens mandat fastslår at miljørelaterte investeringer skal utgjøre mellom 30 og 60 mrd. kroner. Ved utgangen av 2016 har fondet investert 63,7 mrd. kroner i slike mandater. Disse medlemmer vil øke rammen for disse miljømandatene.

Disse medlemmer fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen øke rammen noe for SPUs miljømandater.»

Komiteens medlem fra Kristelig Folkeparti viser til at internasjonale spillerselskapers markedsføring og produkter skaper store utfordringer med spilleavhengighet. Dette medlem viser dessuten til at vi her i landet har et spillmonopol hvor Norsk Tipping har enerett. Overskuddet går til idrett og kultur i Norge. Samtidig retter en rekke utenland-

ske spillselskaper sin markedsføring mot norske kunder, og utfordrer den norske enerettsmodellen.

Dette medlem fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen utrede grunnlaget for å trekke SPU ut av spillselskaper.»

Dette medlem viser til at det på samme måte som for tobakk er store helseproblemer knyttet til alkohol. Det er også en økende forståelse av alkohol som utfordring når det gjelder utvikling i fattige land. Ikke minst rammes mange sårbare barn av foreldres alkoholmisbruk. Mange internasjonale alkoholprodusenter driver aggressiv markedsføring, særlig rettet mot unge og mot nye markeder i fattige land.

Dette medlem fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen utrede grunnlaget for å trekke SPU ut av alkoholselskaper.»

Dette medlem vil vise til at Statens pensjonsfond utland har store deler av sine investeringer i unotert eiendom organisert gjennom datterselskaper i stater som Delaware i USA og Luxembourg i Europa, begge stater som faller innenfor betegnelsen skatteparadis.

Dette medlem vil påpeke at lukkede jurisdiksjoner brukes til å finansiere illegal virksomhet som narkotikahandel, våpensmugling, menneskehandel og omgåelse av FN-godkjente økonomiske sanksjoner.

Dette medlem viser til at fremvoksende markeder ble inkludert i Statens pensjonsfond utlands referanseindeks for aksjer første gang i 2000, og at man de siste år har investert mye mer i fremvoksende markeder. Investeringer i disse markeder bidrar til å spre risikoen mellom ulike land.

Dette medlem viser videre til at fondet har signalisert at investeringene i fattigere land, såkalte «Frontier markets», vil øke i årene som kommer. Årsaken er behovet for risikospredning og utsiktene til lav vekst og svakere avkastningsmuligheter i rike land.

Dette medlem 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. Dette medlem ønsker at det opprettes et program for investeringer i fremvoksende markeder i fattige land.

Dette medlem fremmer følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen fremme forslag om å opprette et investeringsprogram innen Statens pensjonsfond utland (SPU), med samme krav til forvalt-

ningen som andre investeringer i SPU, med formål å investere i bærekraftige bedrifter og prosjekter i fattige land, med en målsetting om samlet investeringsramme på minst 20 mrd. kroner.»

Forslag fra mindretall

Forslag fra Kristelig Folkeparti, Senterpartiet, Venstre og Sosialistisk Venstreparti:

Forslag 1

Stortinget ber regjeringen foreta en ny og mer grundig gjennomgang av muligheten for å utvikle etiske retningslinjer for statsobligasjoner, hvor åpenhetskriterier hos utstederlandene ligger til grunn.

Forslag 2

Stortinget ber regjeringen sørge for at urfolks rettigheter, forankret i FNs erklæring om urfolks rettigheter og ILO-konvensjon nr. 169, og arbeidstakerrettighetene hjemlet i ILOs kjernekonvensjoner, får en større plass i Norges Banks forventningsdokument om menneskerettigheter.

Forslag 3

Stortinget ber regjeringen utrede hvordan oljefondet kan spille en mer konstruktiv rolle i innsatsen mot internasjonal skatteomgåelse og skatteunndragelse.

Forslag 4

Stortinget ber regjeringen øke rammen noe for SPUs miljømandater.

Forslag fra Kristelig Folkeparti, Venstre og Sosialistisk Venstreparti:

Forslag 5

Stortinget ber regjeringen på egnet måte sørge for at utelukkelsen fra Statens pensjonsfond utland av våpen som ved normal bruk strider med grunnleggende humanitære prinsipper, også omfatter selskaper som produserer kjernevåpen, infrastruktur til kjernevåpen, tilleggsutstyr til kjernevåpen eller tjenester knyttet til produksjon, vedlikehold og bruk av kjernevåpen.

Forslag fra Senterpartiet, Venstre og Sosialistisk Venstreparti:

Forslag 6

Stortinget ber regjeringen utrede offentliggjøring av hvilke selskaper som selges ut av SPU etter vurdering av risiko forbundet med selskapsstyring og samfunns- og miljømessige forhold.

Forslag fra Venstre og Sosialistisk Venstreparti:*Forslag 7*

Stortinget ber regjeringen utrede en åpning for investeringer i unotert infrastruktur innenfor miljømandatene, inkludert unoterte investeringer i fornybar teknologi og infrastruktur for fornybar energi.

Forslag 8

Stortinget ber regjeringen utarbeide en strategi for utfasing av investeringer i fossil energi i Statens pensjonsfond utland.

Forslag 9

Stortinget ber regjeringen forberede en egnet definisjon av fossile selskaper med sikte på at SPU trekkes ut av fossil energi på lik linje med tidligere beslutning om å trekke SPU ut av kull.

Forslag fra Kristelig Folkeparti:*Forslag 10*

Stortinget ber regjeringen åpne for at SPU kan investere i unotert infrastruktur på den måten Norges Bank foreslår, med små investeringer i utviklede land med stor grad av sikkerhet i starten, for å høste erfaringer og bygge kompetanse.

Forslag 11

Stortinget ber regjeringen utrede grunnlaget for å trekke SPU ut av spill-selskaper.

Forslag 12

Stortinget ber regjeringen utrede grunnlaget for å trekke SPU ut av alkoholselskaper.

Forslag 13

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, med en målsetting om samlet investeringsramme på minst 20 mrd. kroner.

Forslag fra Senterpartiet:*Forslag 14*

Stortinget ber regjeringen utrede hvordan fondet kan innrettes slik at det i mindre grad vil svinge medsyklisk med norsk økonomi generelt og norske statsfinanser spesielt.

Forslag 15

Stortinget ber regjeringen utarbeide retningslinjer som innebærer at en størst mulig del av fondets virksomhet skal utføres fra Norge.

Forslag 16

Stortinget ber regjeringen utrede om oljefondets aktiviteter i Norge i større grad kan spres slik at det kommer hele landet til del.

Forslag fra Sosialistisk Venstreparti:*Forslag 17*

Stortinget ber regjeringen be Norges Bank loggføre tema knyttet til de ulike forventingsdokumentene som tas opp i møter med selskaper. Loggføringen av tema tatt opp i selskapsdialog må brukes for å vurdere selskapers utvikling over tid, slik at bruk av virkemiddelapparatet kan tilpasses. Hvilke forventninger som er tatt opp i møter med hvilke selskaper, må gjøres tilgjengelig for offentligheten gjennom den årlige rapporten fra Norges Bank om ansvarlig investeringsvirksomhet.

Forslag 18

Stortinget ber regjeringen påse at Norges Bank flytter sine datterselskaper vekk fra lukkede jurisdiksjoner.

Forslag 19

Stortinget ber regjeringen be Norges Bank varsle relevante skattemyndigheter dersom Norges Bank oppdager uetisk skattepraksis blant selskapene i porteføljen.

Forslag 20

Stortinget ber regjeringen sørge for at uetisk skattepraksis og skatteunndragelse innlemmes blant uttrekkskriteriene i de etiske retningslinjene for SPU.

Komiteens tilråding

Komiteen har for øvrig ingen merknader, viser til proposisjonen og råår Stortinget til å gjøre følgende

vedtak:

Meld. St. 26 (2016–2017) – om Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016 – vedlegges protokollen.

Oslo, i finanskomiteen, den 30. mai 2017

Hans Olav Syversen

leder

Torstein Tvedt Solberg

ordfører

