



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 15

(2010–2011)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av
Statens pensjonsfond i 2010





DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 15

(2010–2011)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av
Statens pensjonsfond i 2010

Innhold

Del I	Forvaltningen av Statens pensjonsfond	7	5	Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen	104
1	Innledning	9	5.1	Innledning	104
			5.2	Nye regler for SPU og SPN	106
2	Investeringsstrategien for SPU	13	Del II	Temaartikkel	115
2.1	Bakgrunn for dagens investeringsstrategi	13	6	Simulert realverdiutvikling av SPU 20 år fram i tid	117
2.2	Perspektiver på videreutviklingen av strategien for SPU	20	Vedlegg		
2.3	Unoterte investeringer	30	1	Statens pensjonsfond utland – Investeringsstrategi i nominelle obligasjoner	120
2.4	Geografisk fordeling og valutarisiko	34	2	Folketrygdfondets aktive forvaltning av Statens pensjonsfond Norge	126
2.5	Obligasjonsporteføljen	44	3	Ord og uttrykk brukt i meldingen	128
3	Investeringsstrategien for SPN	56			
3.1	Innledning	56			
3.2	Evalueringsstrategi av aktiv forvaltning i SPN	57			
4	Oppfølging av forvaltningen	69			
4.1	Resultater i forvaltningen	69			
4.2	Oppfølgingen av rammeverket for forvaltningen	84			
4.3	Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis	90			



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 15

(2010–2011)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010

*Tilråding fra Finansdepartementet av 8. april 2011,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Stoltenberg II)*

Del I
Forvaltningen av Statens pensjonsfond

1 Innledning

I denne meldingen legger Finansdepartementet fram resultater og vurderinger knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010. Samtidig legges det fram vurderinger av investeringsstrategien for fondet framover og det gjøres rede for arbeidet med å videreutvikle rammeverket for forvaltningen.

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

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

Erfaringene fra finanskrisen understreker behovet for en bred forankring av viktige sider ved forvaltningen av Statens pensjonsfond. En slik forankring er en forutsetning for en langsiktig og trygg forvaltning. Det er viktig at en evner å stå fast ved en langsiktig strategi, særlig når det er uro i markedene.

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

Pensjonsfondet forvaltes på vegne av den norske befolkningen. Etske fellesverdier må danne grunnlaget for en ansvarlig forvaltning av fondet. Det er en grunnleggende forpliktelse å skape langsiktig god avkastning som framtidige genera-

sjoner kan dra nytte av. God finansiell avkastning over tid er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, og av at finansmarkedene er velfungerende. I denne meldingen gjøres det rede for arbeidet med ansvarlig investeringspraksis, herunder uttrekksmekanismen, eierskapsutøvelse og arbeidet med miljørelaterte investeringer.

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

Noen perspektiver for SPU mot 2020

SPU ligger an til å vokse betydelig i årene som kommer. Fram mot 2020 legges det til grunn at fondet kan bli om lag dobbelt så stort som i dag. Samtidig er investeringsstrategien i gradvis endring. En portefølje av eiendomsinvesteringer er i ferd med å bli bygget opp. Med en ramme på 5 pst. av fondet kan denne porteføljen alene utgjøre anslagsvis 300 mrd. kroner ved slutten av dette tiåret.

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

Samtidig vil det nettopp for denne typen investeringer være begrensninger på hvor mye SPU kan investere på en forsvarlig måte. Mange av disse markedene er for små til at fondet kan

bygge opp investeringer i et omfang som er stort nok til å påvirke fondets samlede avkastning og risiko i særlig grad. Gevinstene ved å bygge opp flere nye investeringsområder – som hver for seg vil være relativt små – må derfor veies opp mot den kostnaden økt kompleksitet i forvaltningen innebærer i form av økte krav til styringssystemer og oppfølging.

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

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

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

I kapittel 2.4 drøftes den geografiske fordelingen av SPUs investeringer. Fondet er i dag fordelt med faste vektorer på tre regioner: Europa, Amerika/Afrika og Asia/Oseania. Mer enn halvparten av kapitalen i fondet er investert i Europa.

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

Gjennomgangen i kapittel 2.4 tyder på at valutarisikoen i SPU er relativt liten og mindre enn tidligere antatt. Da synes det ikke lenger å være grunnlag for en så vidt sterk konsentrasjon av investeringene i Europa som fondet har i dag. Fondets investeringer i framvoksende økonomier har økt betydelig de siste årene. Verdens økonomiske tyngdepunkt flyttes gradvis, og ikke minst framvoksende økonomier vil framover trolig

utgjøre en økende del av både verdens produksjon og verdipapirmarkeder. Over tid er det naturlig at dette også reflekteres i fondets investeringer.

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

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

Det kan ikke uten videre legges til grunn at ledelsen i selskapene fondet investerer i alltid vil ha interesser som sammenfaller med fondets interesser som eier. Det kan heller ikke uten videre legges til grunn at store eiere i enkelt-selskaper vil opptre på en måte som ivaretar fondets interesser som minoritetseier. En aktiv eierskapsutøvelse er derfor en nødvendig del av arbeidet med å ivareta fondets økonomiske interesser. Forvaltningen kan ikke bygge på at dette viktige arbeidet blir tilstrekkelig ivaretatt av andre eiere.

Investeringsstrategien for SPU er blitt utviklet gradvis over flere år. Det er lagt vekt på å utnytte fondets særtrekk og risikobærende evne. Gjennom beslutningene om aksjeandel og andre deler av strategien er risikoen i fondet i stor grad bestemt. Nå er det naturlig å se på om strategien kan videreutvikles for å gi et enda bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko innen-

for et risikonivå som fortsatt skal være moderat. I denne meldingen er det en særskilt gjennomgang av fondets investeringer i obligasjoner. Formålet med denne gjennomgangen har vært å identifisere relevante risikofaktorer for denne delen av fondets investeringer og å vurdere alternative måter å forvalte denne porteføljen på som bedre utnytter fondets særtrekk. Dette er utdypet i kapittel 2.5 i denne meldingen.

Det skal tas risiko i forvaltningen av fondet...

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

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

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

En særskilt kategori risiko er såkalt operasjonell risiko. Dette er risiko som ikke er knyttet til markedsbevegelser, men til feil eller andre uønskede hendelser i selve gjennomføringen av forvaltningen. Slik risiko gir ikke betalt i form av høyere forventet avkastning, men det vil ofte være kostnader forbundet med å redusere den. Utgangspunktet for forvaltningen er at denne typen risiko skal være lav. I arbeidet med operasjonell risiko må likevel forventede kostnader ved uønskede hendelser veies opp mot kostnadene

ved å unngå dem. Det er ikke et rimelig eller hensiktsmessig mål at uønskede hendelser skal unngås for enhver pris. Arbeidet med operasjonell risiko er nærmere omtalt i kapittel 4.2.

...men risikoen må styres...

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

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

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

...og kommuniseres på en god måte

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

Som grunnlag for en slik avveining er det sentralt at risikoen i forvaltningen kommuniseres best mulig. Bare da kan risikoen i forvaltningen forankres på en måte som gjør at man kan holde fast ved strategien også i perioder med markedsuro. Analysene i denne meldingen, sammen med den løpende rapporteringen fra Norges Bank og Folketrygdfondet, er ment som et bidrag til en slik forankring. Det er videre lagt vekt på et bredt tilfang av uavhengige eksterne råd og vurderinger

som bakgrunn for videreutvikling av forvaltningen. I de nye mandatene for forvaltningen av SPU og SPN er det tatt inn omfattende bestemmelser om offentlig rapportering, og nye regnskapsstandarder for Norges Bank (IFRS) innebærer også økt rapportering om ulike former for risiko.

Styring og delegering

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

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

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

Over tid bør det være en vekselvirkning mellom styringssystemet og investeringsstrategien for fondet. Investeringsstrategien må ta hensyn til

de institusjonelle særtrekk forvaltningen har. Behovet for forankring av viktige sider av forvaltningen i politiske organer betyr for eksempel at det er vanskelig å legge opp til investeringsstrategier som baserer seg på å ta hyppige og tidskrittiske beslutninger med stor betydning for det samlede risikonivået i fondet. På den annen side må også styringssystemet kunne tilpasses nye investeringsformer som søker å utnytte særtrekk ved fondet, for å bedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko. Et eksempel på det er de nye bestemmelsene om eiendomsinvesteringer i SPU. For slike investeringer gir det ikke mening å skille mellom aktiv og passiv forvaltning, og beslutningene om investeringer må i større grad delegeres til forvalteren.

Oppsummering

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

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

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

2 Investeringsstrategien for SPU

2.1 Bakgrunn for dagens investeringsstrategi

2.1.1 Innledning

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

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

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

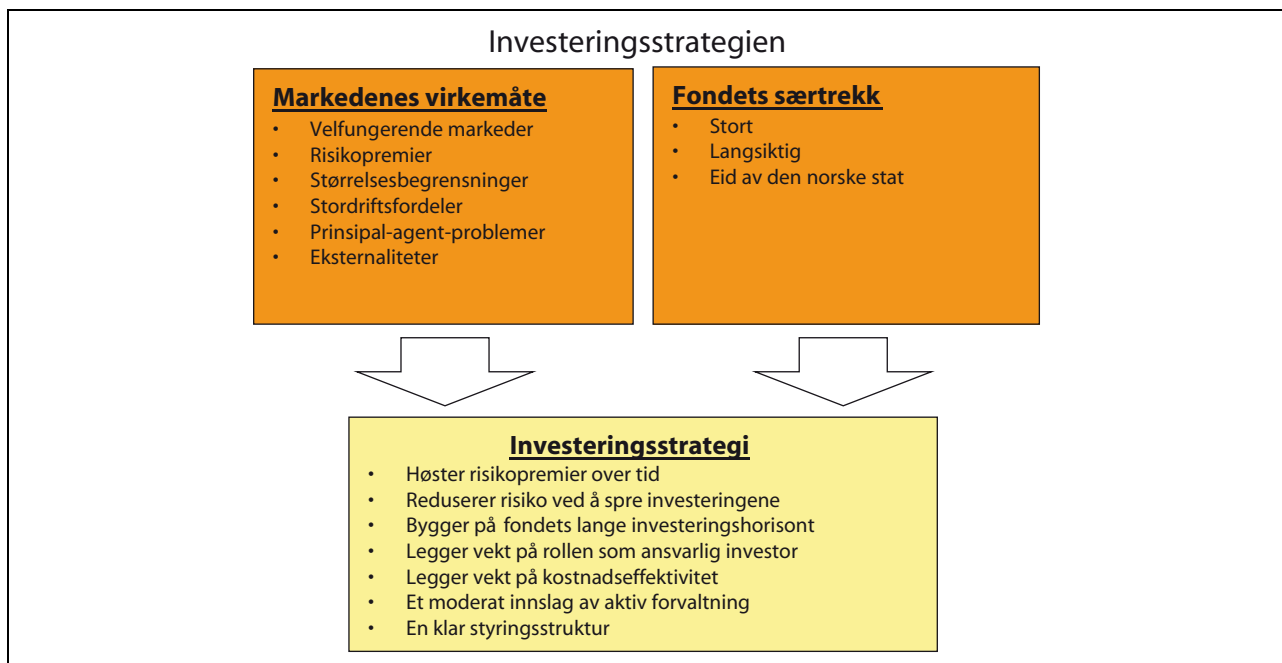
for oppslutningen om forvaltningen av fondet i den norske befolkningen.

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

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Den operative forvaltningen av de to delene av fondet ivaretas av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet, og skjer innenfor mandater fastsatt av departementet. Mandatene gjenspeiler departementets langsiktige investeringsstrategi for de to delene av fondet. I dette kapitlet drøftes investeringsstrategien for SPU. Investeringsstrategien for SPN drøftes i kapittel 3.

2.1.2 Dagens investeringsstrategi

Figur 2.1 illustrerer sammenhengen mellom fondets særtrekk, forutsetninger om markedets virkemåte og SPU's investeringsstrategi. Se også boks 2.1 og 2.2. Finansdepartementet som fondets



Figur 2.1 Grunnlaget for fondets investeringsstrategi

Boks 2.1 Særtrekk ved Statens pensjonsfond utland

Stort

SPU er allerede regnet som verdens nest største statlige investeringsfond. Med utsikter til fortsatte tilførsler av petroleumsinntekter, ligger det an til at fondet vil fortsette å vokse i årene framover. I Nasjonalbudsjettet 2011 ble fondets størrelse anslått til over 6 000 mrd. kroner ved inngangen til 2020.

Langsiktig

Fondet står i liten grad overfor risikoen for at eieren foretar store uttak over kort tid. SPU er et fond for generell sparing, og er i motsetning til tradisjonelle pensjonsfond ikke øremerket til særskilte forpliktelser. Handlingsregelen for budsjettpolitikken innebærer i prinsippet en svært lang investeringshorisont for fondet, ettersom overføringene fra fondet skal begrenses til forventet

realavkastning. Evnen til å holde fast ved fondets langsiktige strategi gjennom perioder med uro i verdens finansmarkeder, som i 2000-2002 og i 2008-2009, bekrefter at fondet, i motsetning til mange andre investorer, er langsiktig.

Eid av den norske stat

SPU er et statlig eid fond som er avhengig av tillit i befolkningen for å kunne gjennomføre en god forvaltning av kapitalen i fondet. Det må derfor legges vekt på å sikre en bred politisk oppslutning om fondets investeringsstrategi, åpenhet om alle deler av forvaltningen og en ansvarlig investeringspraksis som tar hensyn til god selskapsstyring og miljømessige og samfunnsmessige forhold. Videre er fondet avhengig av legitimitet blant andre markedsaktører for å sikre gode og stabile rammebetingelser over tid.

Boks 2.2 Forutsetninger om markeder og valg av styringsprinsipper

Velfungerende markeder

Investeringsstrategien for SPU bygger på at finansmarkedene i stor grad er velfungerende (effisiente) i den betydning at ny, offentlig tilgjengelig informasjon raskt reflekteres i prisene på finansielle eiendeler.

Prinsipal-agent-problemer

Prinsipal-agent-problemer refererer til situasjoner der det ikke er fullt interessesammenfall mellom oppdragsgiver (prinsipalen) og den som skal utføre oppdraget (agenten). I situasjoner med asymmetrisk informasjon, f.eks. når innsatsen til agenten ikke er fullt ut observerbar for oppdragsgiver, kan det hende at agenten oppfører seg eller tar valg som ikke gagnar oppdragsgiver. Prinsipal-agent-problematikk er velkjent fra politisk og økonomisk litteratur og teori. I kapitalmarkedene vil prinsipal-agent-problemer generelt kunne oppstå både mellom kapitalleier og -forvalter, og mellom kapitalforvalter og

ledelsen i selskapene en investerer i. En eierskapsutøvelse i tråd med uttrykte prinsipper for god selskapsstyring kan bidra til å redusere prinsipal-agent-problemer ved at selskapet og dets eiere i større grad får sammenfallende interesser.

Eksternaliteter

Eksternaliteter er kostnader eller gevinster ved produksjon eller konsum som ikke belastes beslutningstakeren. Et eksempel på slike eksternaliteter kan være miljøskade. For ledelsen i et selskap kan det synes unødvendig å ta hensyn til slike kostnader, fordi det ikke forventes å redusere lønnsomheten i selskapet direkte. Langsiktige eiere med eierandeler i nær sagt alle børsnoterte selskaper er imidlertid avhengig av en langsiktig bærekraftig utvikling for å få god avkastning av hele porteføljen. For en slik (universiell) investor kan det derfor være lønnsomt at selskapsledelsen i større grad tar hensyn til slike eksternaliteter.

Boks 2.2 (forts.)

Risikospredning og risikopremier

En viktig innsikt fra finansteorien er at avkastningskravet på en aksje eller en obligasjon er knyttet til det bidraget investeringen gir til porteføljens systematiske risiko, og ikke til verdipapirets risiko isolert sett. Ved å spre investeringene kan investor forvente en kompensasjon for den gjenværende, såkalte systematiske, risikoen i porteføljen.

Flere systematiske risikopremier

Det forventes en høyere gjennomsnittlig avkastning over tid av aksjeinvesteringer enn av investeringer i obligasjoner, fordi svingningene i avkastningen av aksjer er høyere. Størrelsen på denne meravkastningen, eller aksjerisikopremien, er imidlertid usikker. Også andre faktorer enn aksjerisiko vil kunne drive avkastningen av en portefølje. Noen av disse, som kreditt og selskapsstørrelse, er knyttet opp mot aktivaklasser. Andre faktorer er basert på ulike investeringsstiler, som investeringer i mindre omsettelige aktiva og investeringer basert på analyser av verdsettelse. Disse stilene, eller faktorene, støttes i varierende grad av finansiell teori og historiske avkastningstall. Mange av dem er slik at de typisk vil gi jevn, positiv avkastning over en rekke år, men ha kortere perioder med betydelig negativ avkastning. Eksponering mot denne typen risiko krever en betydelig evne til å tåle kortsiktige verdisvingninger og gode systemer for å identifisere, styre og kommunisere risiko.

Bidrag fra aktiv forvaltning

I store velfungerende markeder, der ny offentlig tilgjengelig informasjon raskt reflekteres i prisene på finansielle eiendeler, er det vanskelig å oppnå bedre avkastning enn markedet. I praksis vil ulike markeder være mer eller mindre velfungerende (effisiente), og gi større eller mindre rom for lønnsomhet ved aktiv forvaltning. Også i markeder som er velfungerende kan det

være svakheter ved tilgjengelige indekser, for eksempel fordi de ikke representerer hele markedet, som kan utnyttes i den aktive forvaltningen. For noen aktivaklasser, som for eksempel fast eiendom, er det ikke mulig å basere investeringer på en veldefinert referanseindeks.

Stordriftsfordeler i kapitalforvaltning

Størrelse forventes å gi stordriftsfordeler i forvaltningen. Alt annet like vil forvaltningskostnadene målt som andel av fondskapitalen være lavere for et stort fond enn et lite fond. Stordriftsfordeler gjør det også mulig å bygge kompetanse i alle deler av forvaltningen, noe som vil være en fordel når fondets investeringer utvides til å inkludere nye markeder, land og finansielle instrumenter.

Ikke alle investeringer kan skaleres

For et stort fond kan det være vanskelig å skalere opp posisjoner i mindre aktivaklasser og i enkelte investeringsstrategier. Konsekvensen av det er at slike investeringer ikke vil kunne påvirke fondets samlede resultater i særlig grad. Det kan også være mer krevende å endre fondets sammensetning i løpet av kort tid.

God forvaltning avhengig av god styringsstruktur

En veldefinert styringsstruktur med en klar ansvars- og rolledeling er en forutsetning for en god forvaltning. Beslutninger om forvaltningen av fondet må bygge på kompetanse og profesjonalitet. For å kunne utnytte en lang investeringshorisont må styringsstrukturen muliggjøre en god forankring av strategier som er av stor betydning for samlet risiko over tid hos eierne av fondet, representert ved politiske myndigheter. Samtidig må styringsstrukturen muliggjøre tilstrekkelig delegering av myndighet til at den lange horisonten kan utnyttes i gjennomføringen av forvaltningen.

eier og Norges Bank som forvalter har over tid utviklet en investeringsstrategi som særlig kjennetegnes ved:

- å høste risikopremier over tid,
- risikospredning,

- å utnytte fondets lange investeringshorisont,
- rollen som ansvarlig investor,
- vektlegging av kostnadseffektivitet, et
- moderat innslag av aktiv forvaltning, og en
- klar styringsstruktur.

Hvert av disse kjennetegnene er forklart i dette avsnittet.

Høster risikopremier over tid

Investeringene i SPU gir eksponering mot flere typer såkalt systematisk risiko. Investorene kompenseres for denne risikoen gjennom høyere forventet avkastning. Denne meravkastningen betegnes ofte som en risikopremie. I framstillinger av forventet avkastning i tidligere meldinger har det særlig vært fokusert på risikopremien knyttet til obligasjoners løpetid (terminpremie), risikopremien knyttet til risiko for konkurs (kredittrisiko) og aksjerisikopremien. I kapittel 2.2 drøftes også andre typer risikofaktorer og investeringsstiler som kan være forbundet med risikopremier over tid.

Det valget som i størst grad bestemmer fondets samlede risiko er valget av aksjeandel. Utviklingen i verdens aksjemarked forklarer i stor grad svingningene i fondets avkastning og er derfor det viktigste bidraget til risiko. Det finnes ingen fasit på hva som er et riktig nivå på markedsrisiko i SPU. Dette vil avhenge av risikotoleransen til eierne, representert ved politiske myndigheter. De siste årene har fondets referanseindeks gradvis blitt utvidet til å inkludere nye markedssegmenter, land og aktivaklasser. Sammen med Stortingets tilslutning i 2007 til Regjeringens planer om å heve aksjeandelen gradvis til 60 pst. for SPU, har dette bidratt til å definere hva som er akseptabelt nivå på risiko i fondet.

Aksjeandelen er valgt på bakgrunn av at fondet har en risikobærende evne og vilje til å akseptere betydelige svingninger i fondets resultater fra år til år i bytte mot en høyere forventet avkastning på lang sikt. Dersom formålet med strategien var å minimere svingningene i fondets avkastning, måtte en også forvente en betydelig lavere realavkastning på lang sikt.

Andelen aksjer i SPU er på linje med aksjeandelene i andre store fond internasjonalt, og beslutningen om å investere i eiendom gjør at fondets øvrige investeringer også kommer mer på linje med hva som er en typisk i andre fond. Samtidig er ikke SPU et typisk fond. Siden fondet har større evne til å bære risiko enn mange andre investorer, framstår samlet risiko i fondet som mer moderat.

Mandatet til Norges Bank fastsetter en referanseindeks og retningslinjer for avvik fra denne. Det framgår av mandatet at banken innenfor disse retningslinjene skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader.

Norges Banks hovedstyre har på denne bakgrunn vedtatt en målsetting i strategiplanen til NBIM for 2011-2013 om at den operative forvaltningen av fondet skal bedre forholdet mellom risiko og avkastning.

Reduserer risiko ved å spre investeringene

Innenfor hver aktivaklasse er investeringene spredt på mange enkeltinvesteringer. Risikoen i en bredt sammensatt portefølje vil generelt være lavere enn risikoen knyttet til en enkeltinvestering. Den gjenværende risikoen kalles gjerne systematisk risiko. En viktig innsikt fra finansteorien er at forventet avkastning er knyttet til det bidraget investeringen gir til porteføljens systematiske risiko, og ikke til verdipapirets risiko isolert sett. Ved å spre investeringene, vil investor derfor få bedre betalt for å ta risiko gjennom et høyere forholdstall mellom forventet avkastning og risiko. Referanseindeksen for SPU er på denne bakgrunn spredt på aksjer i om lag 7 000 selskaper og på obligasjoner utstedt av om lag 1 500 utstedere.

Referanseindeksen for hver aktivaklasse bygger på et prinsipp om markeds kapitalvekter. Det betyr blant annet at sammensetningen av referanseindeksen for aksjer reflekterer selskapenes relative andeler av verdien av det samlede aksjemarkedet i hver region. Markeds kapitalvekter bidrar på denne måten til bred spredning av fondets investeringer i aksjer og obligasjoner.

Fondets investeringer har over tid blitt spredt på flere aktivaklasser. Sammen med økningen av fondets aksjeandel har beslutningen om å investere i fast eiendom bidratt til at en mindre andel av fondet nå er investert i nominelle obligasjoner. Denne utviklingen i fordelingen på aktivaklasser gjenspeiler et ønske om å bedre bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko, der risiko defineres som usikkerhet om den framtidige utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft.

Bygger på fondets lange tidshorisont

Det er lite sannsynlig at eierne av SPU vil foreta store uttak av fondet over kort tid. SPU er et fond for generell sparing, og er i motsetning til tradisjonelle pensjonsfond ikke øremerket til særskilte forpliktelser. Sammen med en hensiktsmessig organisering av forvaltningen og en bred politisk oppslutning om fondets overordnede strategi, gjør dette at fondet kan forvaltes med en lang horisont.

Evne og vilje til å være langsiktig gjør oss i stand til å tåle betydelige svingninger i fondets

avkastning fra år til år. Strategien for SPU utnytter dette i første rekke gjennom en aksjeandel på 60 pst. Aksjeplasseringene forventes å gi vesentlige bidrag til avkastningen over tid, men fører også til høyere svingninger i fondets resultater fra år til år.

Langsiktigheten utnyttes også gjennom å eie aktiva som i liten eller varierende grad er omsettelige. Investeringer i uoterte eiendomsinvesteringer er et eksempel på det. Se nærmere omtale i kapittel 2.3.

Fondet har en strategi for rebalansering. Referanseindeksens fordeling på aktivaklasser og regioner gjenspeiler en avveining mellom forventet avkastning og risiko på lang sikt, og rebalanseringsreglene utnytter fondets langsiktige evne til å opprettholde denne fordelingen over tid. Reglene innebærer at ny kapital benyttes til å kjøpe de aktivaene som har hatt lavest avkastning siden forrige kapitaltilførsel. Erfaringen med rebalanseringsreglene, kombinert med beslutningen om å øke fondets aksjeandel i perioden 2007-2009, er at en stor andel av fondets aksjekjøp har funnet sted i perioder med fallende aksjekurser. Når aksjekursene har tatt seg opp igjen har fondet tjent på det. Se også omtale i avsnitt 2.2.6.

Norges Banks strategiplan for perioden 2011-2013 inneholder flere referanser til fondets lange investeringshorisont. Banken skriver at den i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget vil legge økt vekt på fondets absolutte avkastning og søke å bedre forholdet mellom avkastning og risiko. Banken tar sikte på å utnytte fondets langsiktighet og gjennomføre investeringer der det kan ta lang tid før underliggende verdier blir realisert.

Legger vekt på rollen som ansvarlig investor

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

Fondets rolle som ansvarlig investor kommer blant annet til uttrykk gjennom retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper som ikke tilfredsstillende en etisk minstestandard. I tillegg brukes eierskapsutøvelse og ulike former for samarbeid med andre aktører for å bidra til større grad av sammenfall mellom selskapenes interes-

Boks 2.3 Rapport om universelt eierskap

Departementet deltok i 2010 i en arbeidsgruppe tilknyttet UN PRI som utarbeidet en rapport om eksterne faktorer og universelt eierskap. Rapporten ser på kostnadene knyttet til den globale miljøskaden som selskapene i en representativ portefølje bidrar til. Sammen med analytikere fra Trucost har UN PRI anslått disse kostnadene og vurdert hvordan de kan redusere den langsiktige avkastningen til investorene.

I rapporten finner PRI at omfanget av slike kostnader blir mer og mer omfattende. Den årlige menneskepåførte kostnaden på miljøet i 2008 er anslått til 6 600 mrd. amerikanske dollar – tilsvarende 11 pst. av verdens BNP. UN PRI forventer at kostnadene vil øke til 28 600 mrd. (18 pst. av verdens BNP) i 2050.

Dette er samfunnsøkonomiske kostnader som ikke belastes børsnoterte selskaper direkte i dag, men som de risikerer å måtte ta regningen for en gang i fremtiden. PRI har beregnet at verdens 3 000 største selskaper forårsaker anslagsvis en tredjedel av disse miljøkostnadene. Det tilsvarte i 2008 halvparten av selskapenes samlede inntjening. Det er klimautslipp og en ikke bærekraftig utnyttelse av vannressurser som bidrar til hoveddelen av kostnadene.

Beregningene framhever klima og vann som spesielt viktige områder. Dette støtter etter departementets syn opp under at vann og klima er valgt som satsingsområder innenfor eierskapsutøvelsen i Norges Bank.

ser og SPUs interesser som langsiktig investor i mange av verdens noterte selskaper.

Det framgår av mandatet til Norges Bank at hensynet til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold skal være en integrert del av forvaltningen av fondet, og at banken skal utøve fondets eierrettigheter basert på internasjonalt anerkjente prinsipper.

I Norges Banks strategiplan er det i tråd med dette lagt til grunn at god selskapsstyring og integrering av miljømessige og samfunnsmessige hensyn i et selskaps strategi vil ha betydning for fondets avkastning på lang sikt. Banken har definert investorers rettigheter, styrets ansvar, velfungerende markeder, klimaendringer, vannforvalt-

ning og barns rettigheter som prioriterte områder innenfor eierskapsutøvelsen. Banken har utarbeidet en dokumentserie med forventninger til selskaper på disse områdene som brukes i dialog og oppfølging av selskapene.

Det er etablert et program for investeringer knyttet opp mot miljø. Bakgrunnen for dette er en forventning om at samfunnsøkonomiske kostnader og gevinster knyttet til klimaendringer kan være av betydning for fondet på lang sikt. Av samme grunn har Finansdepartementet siden 2008 deltatt i et internasjonalt forskningsprosjekt i samarbeid med andre store investorer for å forstå risikobildet knyttet til ulike klimascenarier bedre og utrede mulige konsekvenser av klimaendringer for fondets investeringer. Dette er utdypet i kapittel 2.2.

I tillegg deltar både Finansdepartementet og Norges Bank internasjonalt i ulike sammenhenger for å bidra til utvikling av beste praksis for ansvarlig investeringspraksis.

Legger vekt på kostnadseffektivitet

Departementet legger vekt på en kostnadseffektiv forvaltning. Det gjennomføres derfor åpne, uavhengige og regelmessige vurderinger av hvordan bankens forvaltningskostnader utvikler seg. Disse sammenlikningene viser generelt at banken har relativt sett lave kostnader.

Kombinasjonen av skalafordeler i kapitalforvaltning og fondets betydelige størrelse bør gi fondet et kostnadsfortrinn sammenliknet med andre aktører. Norges Bank viser i årsrapporten om forvaltningen av SPU for 2010 at de har utnyttet skalafordeler på personalsiden, IT-siden og i avtaler med eksterne forvaltere og andre eksterne tjenesteleverandører.

Generelt forventer departementet at skalafordelene vil være enda tydeligere i unoterte markeder fordi en stor aktør kan bygge opp intern kompetanse og få tilgang til mer kostnadseffektive investeringsformer. Norges Banks strategi med å investere i eiendom i samarbeid med andre aktører (joint ventures) er et eksempel på at banken utnytter skalafordeler også i forvaltningen av fast eiendom.

En gradvis utvikling av fondets strategi siden 1998 med stadige utvidelser av fondets referanseindeks og endringer i Norges Banks operative forvaltning har samtidig bidratt til at fallet i forvaltningskostnadene ikke har blitt like stort som uten disse endringene. Norges Bank har for eksempel anslått at økningen av fondets aksjeandel i perioden 2007-2009 isolert sett har økt for-

valtningskostnadene med 0,01 pst. per år etter som det koster mer å forvalte en aksjeportefølje enn en obligasjonsportefølje. Se nærmere avtale av forvaltningskostnader i avsnitt 4.2.1.

Målsettingen i mandatet til Norges Bank om at banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader, er i tråd med ønsket om å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen samtidig som det ikke er lave kostnader i seg selv, men høy netto avkastning, som er målet.

Norges Bank skriver i rapporten om forvaltningen av SPU i 2010 at størrelsen på fondet gjør det mulig å utnytte stordriftsfordeler i kapitalforvaltning og å iverksette nye investeringsstrategier til en lav marginalkostnad.

Et moderat innslag av aktiv forvaltning

I tråd med at fondet i hovedsak er investert i store, velfungerende markeder, der ny offentlig informasjon raskt reflekteres i prisene, er retningslinjene for forvaltningen av SPU utformet slik at risikoen i fondet over tid i all hovedsak følger av utviklingen i de referanseindeksene departementet har fastsatt, og som langt på vei er representative for utviklingen i aksje- og obligasjonsmarkedet.

Norges Banks strategi for aksjeporteføljen er i tråd med dette å forvalte store deler av aksjebeholdningene i utviklede markeder med sikte på effektiv markedeksponering. Banken søker en kostnadseffektiv forvaltning med vekt på effektiv tilførsel av ny kapital og rebalansering, minimering av unødvendige transaksjoner som følge av indeksendringer og en effektiv forvaltning knyttet til selskapshendelser som fusjoner og oppkjøp. Samtidig vil banken ved hjelp av såkalt fundamental analyse av underliggende verdi i enkeltelskaper søke å oppnå en høyere avkastning enn referanseindeksen.

En klar styringsstruktur

Forvaltningen av SPU tar utgangspunkt i et hierarki der Stortinget, Finansdepartementet, Norges Banks hovedstyre, Norges Bank Investment Management og interne og eksterne forvaltere har ulike og klart definerte roller. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i systemet, mens rapportering av resultater og risiko går oppover. Regulerings-, rapporterings- og tilsynshierarkiet i SPU er nærmere beskrevet i kapittel 5 i denne meldingen.

Etter departementets syn bør forvaltningen av SPU legges opp slik at en i størst mulig grad:

- legger til rette for profesjonell og kostnadseffektiv forvaltning,
- angir klare ansvarslinjer og forutsigbare rammebetingelser,
- legger til rette for god kommunikasjon om forvaltningen av fondet til allmennheten,
- bidrar til at det er sammenfallende interesser mellom eier og forvalter,
- sikrer robusthet overfor framtidige utfordringer (stadig større fond, større eierandeler i det enkelte selskap, mulig utvikling i retning av illikvide aktiva med større styringsutfordringer mm.),
- tar hensyn til fondets rolle som instrument i finanspolitikken, og
- tar hensyn til forhold som har vært viktige i den internasjonale debatten omkring statlige investeringsfond, og reflekterer det som regnes som beste praksis internasjonalt.

Det er krevende å etablere og vedlikeholde en forvaltningsmodell som ivaretar alle disse hensynene på en god og dekkende måte. Etter departementets syn har likevel dagens modell alt i alt fungert godt.

I denne meldingen drøftes flere mulige justeringer i forvaltningen av fondet. Flere av disse justeringene er motivert ut fra et ønske om å dra nytte av fondets størrelse og lange investeringshorisont. Mulige investeringer i nye aktivaklasser, nye investeringsstiler og forvaltningsstrategier, reiser samtidig spørsmål om hva som er en hensiktsmessig delegering av oppgaver mellom departementet som oppdragsgiver og Norges Bank som forvalter.

Avveiningen mellom behovet for bred forankring av strategien og behovet for å delegerer flere investeringsbeslutninger til forvalter er derfor et gjennomgangstema i kapittel 2.2. Bred oppslutning om investeringsstrategien er nødvendig for å sikre at strategien kan ligge fast i perioder med store svingninger i kapitalmarkedene. Samtidig vil investeringsbeslutninger som i større grad tar sikte på å utnytte fondets særtrekk, og særlig fondets lange investeringshorisont, i mange tilfeller måtte delegeres til Norges Bank.

I fjorårets melding drøftet departementet graden av aktiv forvaltning i SPU. Omfang av aktiv forvaltning og grad av delegering til forvalter er beslektede, men likevel adskilte spørsmål. Omfanget av aktiv forvaltning er i hovedsak et spørsmål om graden av skjønnsutøvelse innenfor en gitt strategi. Spørsmålet om delegering til Norges

Boks 2.4 Utredninger om investeringsstrategien i SPU som omtales i denne meldingen

- Brev fra Norges Bank 6. juli 2010 om utvikling av investeringsstrategien til Statens pensjonsfond utland
- Brev og rapport fra Norges Bank 18. mars 2011 om investeringsstrategien for nominelle obligasjoner
- Rapport fra Strategirådet 2010
- Rapport fra S. Schaefer og J. Behrens om fondets obligasjonsinvesteringer
- Rapport fra L. Phalippou om investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur
- Rapport fra Mercer om virkning av klimaforandringer på avkastning og risiko i finansielle markeder
- Rapport fra L. Sarno om internasjonal kjøpekraftsparitet og valutarisiko for SPU

Rapportene og brevene er tilgjengelige på www.regjeringen.no/spf

Boks 2.5 Strategirådet 2010

I Nasjonalbudsjettet 2011 redegjorde departementet for opprettelsen av et nytt strategiråd bestående av fire eksterne medlemmer, som hadde fått i oppdrag å skrive en rapport om den langsiktige strategien for investeringene i SPU. Det er lagt opp til at slike eksterne rapporter skal produseres jevnlig i tiden framover, men både rådets sammensetning og mandat skal kunne variere fra gang til gang.

Professor emeritus i finans, Elroy Dimson (London Business School) ledet rådets arbeid i 2010. Øvrige medlemmer var senior porteføljeforvalter Antti IImanen (Brevan Howard), senioranalytiker Øystein Stephansen (DnB NOR) og professor i finans og rektor Eva Liljeblom (Hanken Svenska Handelshögskolan).

I mandatet for 2010 ble rådet bedt om å gi en oversikt over hovedutfordringer knyttet til fondets strategi framover.

Bank for å utnytte fondets særtrekk i større grad enn i dag er mer et spørsmål om hvor fleksibel strategien skal være i møte med endringer i markedsforholdene.

2.2 Perspektiver på videreutviklingen av strategien for SPU

2.2.1 Innledning

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

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

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

2.2.2 Framskrivninger fram mot 2020

Et relevant perspektiv er hvordan fondet kan forventes å se ut ti år fram i tid. På det tidspunktet vil fondet være vesentlig større enn i dag. Samtidig er

det forventet at tilførselene til fondet om ti år vil være mindre enn den årlige overføringen fra fondet for å finansiere det oljekorrigerte strukturelle underskuddet.

SPU har vokst fra 2 mrd. kroner i 1996 til nærmere 3 100 mrd. kroner ved inngangen til 2011. Fondets vekst, sammen med økningen av fondets aksjeandel gjennom 2007-2009, har gitt fondet en betydelig eierandel i verdens aksjemarkeder. Størrelsen på fondets aksjeportefølje tilsvarte ved inngangen til 2011 om lag 1 pst. av verdens aksjemarkeder slik det er definert av indeksleverandøren FTSE. Da er både store, mellomstore og små aksjeselskaper i alle de 46 utenlandske markedene i verdensindeksen tatt med.

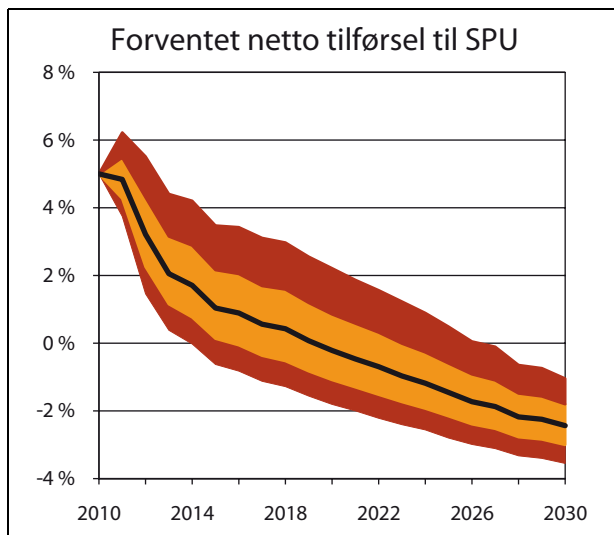
Fondets beholdningslister ved utgangen av 2010 viser at fondet eide aksjer i mer enn 8 400 selskaper. Fondets eierandel var over 2 pst. i drøyt 500 av disse selskapene.

Det er vanskelig å framskaffe statistikk for hvor stor aksjonær fondet er i hvert selskap sammenliknet med andre eiere. Basert på tilgjengelige data har Norges Bank likevel anslått at blant de 1 000 største selskapene der SPU er aksjonær, er fondet blant de 10 største aksjonærene i om lag 370 selskaper og blant de 20 største i om lag 650 selskaper.

Det kan forventes at fondets gjennomsnittlige eierandeler vil fortsette å vokse fram mot 2020. Det er vanskelig å anslå hva fondets eierandeler kan vokse til, ettersom størrelsen på det samlede aksjemarkedet endres som følge av at verdien av dagens børsnoterte aksjer endres, men også som følge av at nye selskaper tas opp til notering mens andre faller fra.

Selv om eierandelene har økt, og sannsynligvis vil fortsette å øke, endrer ikke det formålet med investeringene. Hvorvidt en investering er strategisk eller finansiell avhenger av hvilket mål en investor har for sine investeringer og hvordan investoren gjennom sine handlinger utnytter sin innflytelse. SPU er en finansiell eier med et klart siktemål om å oppnå en høyest mulig avkastning over tid innenfor moderat risiko. Økte eierandeler over tid endrer ikke på det.

Et annet trekk ved fondets utvikling er at tilførselene til fondet forventes å utgjøre en stadig mindre andel av fondets samlede kapital. Figur 2.2 viser at forventet netto tilførsel av ny kapital til fondet (forventet netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten fratrukket årlige overføringer til å dekke forventet oljekorrigert underskudd på statsbudsjettet) er negativ etter 2020. Figuren er basert på anslagene i Nasjonalbudsjettet 2011. Se nærmere omtale av dette i kapittel 6.



Figur 2.2 Forventet netto tilførsel til SPU. Andel av fondets verdi. Prosent

Kilde: Finansdepartementet

Forvaltningen av SPU krever kontinuerlige tilpasninger av porteføljen. Både vedlikehold av porteføljen og rebalanseringer krever tilgang på likvide midler. I tillegg er det behov for likviditet ved tilpasninger som følge av at Finansdepartementet endrer referanseindeksen for fondet. Så lang har tilgangen på ny kapital vært benyttet til vedlikehold og rebalansering av porteføljen.

Framskrivningene av fondet viser at forventet tilførsel av petroleumsinntekter faller ned mot null rundt 2020 og at det i årene etter vil være behov for netto uttak fra fondet for å dekke underskuddet på statsbudsjettet. Forventede netto utbetalinger er likevel små. Selv i 2030 er forventet netto uttak mindre enn 3 pst. av fondet. Med en forventet realavkastning på 4 pst. forventes det derfor at fondet vil fortsette å vokse.

Alt annet like vil et økt likviditetsbehov kunne gjøre investeringer med høy direkteavkastning i form av rentebetalinger, forfall av obligasjoner, husleie og aksjeutbytte mer attraktive for fondet enn tidligere.

2.2.3 Samlet risiko

Det finnes ikke noen fasit på hvor høy eller lav risikoen i SPU bør være. Dette vil avhenge av risikotoleransen til eierne, representert ved politiske myndigheter. Stortingets tilslutning i 2007 til departementets planer om å heve aksjeandelen gradvis til 60 pst. har bidratt til å definere hva som er akseptabelt nivå på risiko i fondet.

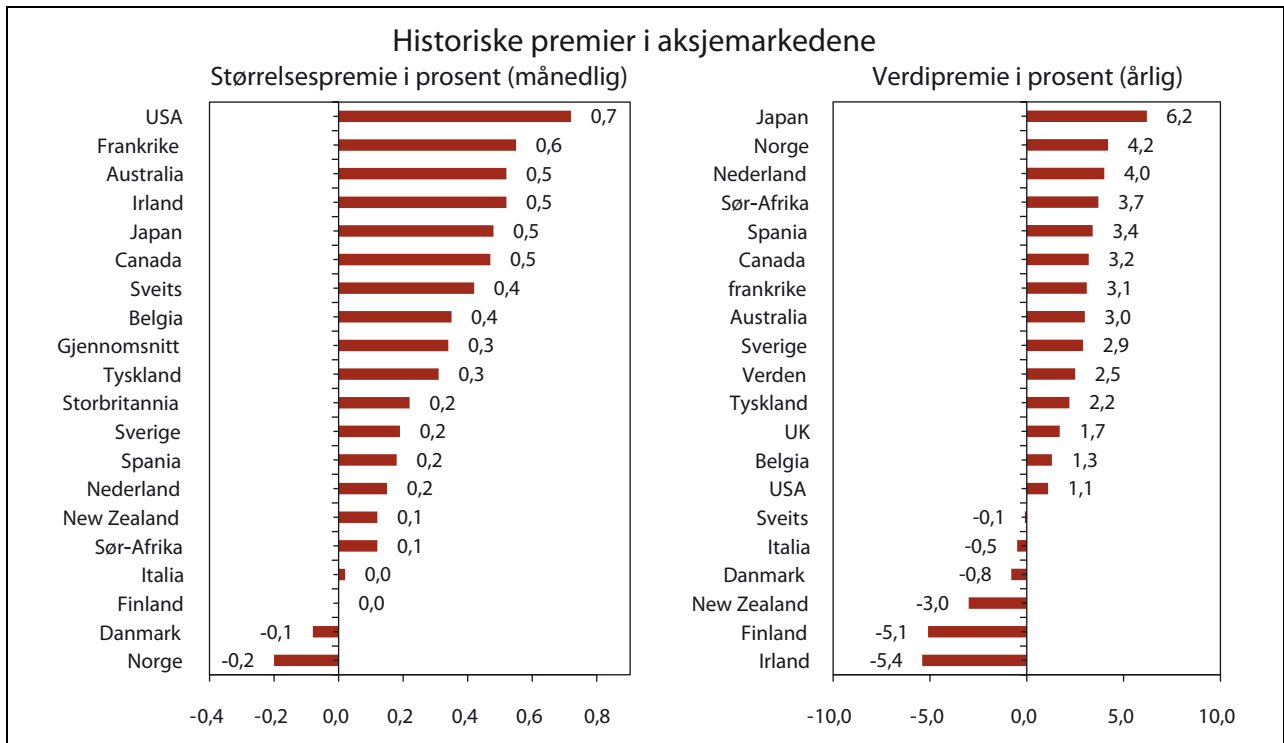
Strategirådet 2010 gir i sin rapport flere råd som er ment å skulle øke forventet avkastning ved å utnytte SPUs særtrekk. Rådet viser til at den lange horisonten gjør at SPU tåler kortsiktige tap bedre enn de fleste investorer. Samtidig vises det til at fondets aksjeandel er på linje med andre store fond når disse fondenes noterte og unoterte aksjer ses i sammenheng. Den enkleste måten å utnytte at vi har en høyere risikotoleranse for SPU enn det som gjelder for andre fond, ville derfor være å øke aksjeandelen fra dagens 60 pst. Strategirådet peker imidlertid på at fondets risiko allerede er konsentrert om aksjemarkedsrisiko. De mener derfor at et naturlig neste trinn vil være å høste risikopremier fra flere kilder, som strategier for å akseptere ytterligere risiko i fondet.

Rådet skriver at erfaringene fra to betydelige nedgangsperioder i aksjemarkedet, 2000-2002 og 2008-2009, tilsier at fondet kan tåle en noe høyere risiko enn i dag. Samtidig pekes det på at motviljen mot å ta risiko knyttet til aktiv forvaltning, en oppgave som er delegert til Norges Bank, har vært høyere enn mot annen risiko, og at denne forskjellen i risikovilje har økt betydelig siden 2008. Rådet mener at denne holdningen kan føre til at fondet særtrekk ikke utnyttes på en tilfredstillende måte, og at avkastningen blir lavere enn ellers.

Som omtalt i tidligere meldinger til Stortinget, vil den samlede risikoen knyttet til investeringene i SPU variere over tid, selv om strategien ligger fast. Historiske analyser viser for eksempel at svingningene i realavkastningen i verdens aksjemarkeder var om lag halvparten så store på 1960-tallet som i perioden 2000-2010.

I tillegg til at svingningene i avkastningen på aksjer, obligasjoner og eiendom varierer over tid, er fondets samlede risiko satt sammen av ulike typer risiko. Strategirådet beskriver i sin rapport ulike typer systematiske risikofaktorer, basert på historiske sammenhenger i verdipapirmarkedene. En del typer risiko kan ikke lett tallfestes med utgangspunkt i historiske avkastningstall. Eksempler på dette kan være risiko for verdisvingninger knyttet til klimaendringer, virkningen på kapitalmarkedene av demografiske endringer eller virkningene av økt globalisering.

Dette illustrerer at det er vanskelig å oppsummere risikonivået i SPU i ett tall. Den beslutningen som i størst grad påvirker samlet risiko i fondet er likevel valg av aksjeandel. I arbeidet med videreutviklingen av fondets strategi legges det ikke opp til å endre fondets aksjeandel. Videreutviklingen av investeringsstrategien framover er slik sett mer et spørsmål om hva slags risiko som



Figur 2.3 Størrelses- og verdipremier i verdens aksjemarkeder

Størrelsespremiene er beregnet med ulikt oppstartstidspunkt fram til 2010, med lengst historikk for USA (80 år) og kortest for Norge (11 år). Størrelsespremien er beregnet som en avkastningsforskjell i prosentpoeng mellom små og store selskaper. Verdipremiene er gjennomsnittet for perioden 1975-2010 for alle land, beregnet som avkastningsforskjell i prosentpoeng mellom verdi- og vekstselskaper. Disse premiene er ikke justert for transaksjons- eller forvaltningskostnader.

Kilde: Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook (2011), og Elroy Dimson, Paul Marsh og Mike Staunton (2002) *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press

skal tas enn et spørsmål om hvorvidt risikoen skal økes eller reduseres.

2.2.4 Eksponering mot «nye» risikofaktorer

Som omtalt i kapittel 2.1, forventes det en kompensasjon over tid for den systematiske risikoen knyttet til en investering. Den systematiske risikoen reflekterer økonomiens iboende usikkerhet. Investorer kan ikke samlet sett kvitte seg med risikoen knyttet til nedgangstider og perioder med uro i finansielle markeder ved å spre investeringene. Det er bakgrunnen for at en kan forvente en kompensasjon i form av høyere forventet avkastning for slik risiko. Uten en slik kompensasjon ville heller ikke investorer være villige til å påta seg slik risiko.

En viktig innsikt fra finansteorien er at forventet avkastning av en investering er knyttet til det bidraget investeringen gir til porteføljens systematiske risiko, og ikke til verdipapirets risiko isolert sett. I finansteorien som ble utviklet på midten av 1960-tallet (kapitalverdimodellen) ble det lagt til grunn at den systematiske risikoen til et verdi-

papir følger av samvariasjonen mellom avkastningen på verdipapiret og avkastningen på markedsporteføljen. Kapitalverdimodellen har siden blitt utfordret av studier som viser at sammenhengen mellom avkastning og risiko er mer sammensatt.

Det viser seg for eksempel at små selskaper i gjennomsnitt har hatt høyere gjennomsnittsavkastning enn store selskaper og at selskaper med relativt lav markedsverdi i forhold til nøkkeltall som selskapsinntjening, utbytte eller bokført verdi (såkalte verdiselskaper) over tid synes å ha høyere avkastning enn andre. Dette er illustrert i figur 2.3, som viser positive verdi- og størrelsespremier i gjennomsnitt siden 1900 i en rekke aksjemarkeder. Videre viser studier at selskaper som har hatt høy avkastning siste 3-12 måneder har hatt en tendens til i gjennomsnitt å ha høy avkastning også i de påfølgende 3-12 månedene (såkalt momentum).

I lys av disse observasjonene har kapitalverdimodellen blitt utvidet til å inkludere flere risikofaktorer. Det er imidlertid ikke enighet blant akademikere eller investorer om hvilke faktorer som bør inkluderes og hvor stabile faktorene er. Det er

alltid mulig at mønstre som observeres i historisk avkastning skyldes tilfeldigheter, og at mønstrene endres når investorer forsøker å utnytte dem.

Strategirådet 2010 peker på at den viktigste rettesnoren fra finansiell teori om hvilke faktorer som gir investor en kompensasjon i form av høy forventet avkastning, er at nødvendige risikopremier bør være særlig høye for investeringer som har en tendens til å tape i «dårlige tider». Med «dårlige tider» menes perioder med nedgang i aksjemarkedet, men også generell økonomisk nedgang, finanskriser og perioder med redusert likviditet i markedene.

Likviditetspremier kjennetegnes for eksempel av lav, stabil inntjening i normale tider, og store verdifall i dårlige tider. Utstedelse av forsikring vil på samme måte kjennetegnes av stabil inntjening i normale tider, og store utbetalinger når hendelser en har solgt forsikring mot inntreffer. På denne måten kan en trekke en parallell mellom det å høste denne typen risikopremier og det å utstede forsikring mot at risikoen inntreffer.

SPUs lange tidshorison og gode risikobærende evne har tidligere blitt framhevet som tegn på at fondet er godt posisjonert til å bære denne type risiko.

Strategirådet har analysert egenskapene ved flere risikopremier, inklusive aksjerisikopremien, og kreditt- og løpetidspremier i obligasjonsmarkedet. Rådet har også vurdert risikopremier knyttet til ulike investeringsstiler som «verdi», størrelse, likviditet og «momentum». Rådet peker på at særlig eksponering mot illikviditet og «verdi» er naturlig for et fond med SPUs lange investeringshorison.

Rådet beskriver den forventede verdipremien som en langsiktig meravkastning på verdiaksjer i forhold til høyere verdsatte aksjer. Om likviditetspremier skriver rådet at disse er vanskelig å definere og måle. Likviditetspremier er en forventet kompensasjon for illikviditet som et særtrekk (som gjenspeiler omsetningskostnader og hvor enkelt det er å omsette) samt en risikofaktorpremie for illikvide eiendeler som tendens til å gjøre det dårlig i dårlige tider, som ved finanskriser og fallende aksjemarkeder. Rådet skriver at likviditetspremiene antakelig er mye høyere utenfor noterte markeder, for eksempel innen fast eiendom, infrastruktur og unoterte aksjer.

Rådet skriver:

«[...] blant forskjellige investeringsstiler, ser det ut til at et visst innslag av «verdi» er mer naturlig for en investor med lang horison, enn for en med gjennomsnittlig tidshorison. Verdi-

aksjer er slike som typisk har vært gjennom prisnedganger og avtagende investorinteresse. Ut fra at verdistrategier er tålmodige, likviditetsforsynende og i seg selv markedsstabiliserende, passer de potensielt sammen med de langsiktige målene til fondet. Mange aksjer endrer sine verdiattributter relativt langsomt og (i motsetning til for eksempel momentumhandel) porteføljeomsetningen som er implisitt i en verdistrategi, behøver ikke å være uakseptabelt stor.»

Rådet mener at økt likviditetsrisiko kan tas ved å investere deler av fondet i mindre omsettelige aktiva. Rådet peker på at departementets beslutning om å investere inntil 5 pst. av fondet i eiendom er i tråd med en slik anbefaling. Utover det anbefales investeringer i infrastruktur, mens rådet er skeptisk til om fondet vil kunne lykkes i markedet for unoterte aksjer.

Rådet peker på at verdi- og likviditetsfaktorer i begrenset grad samvarierer med avkastningen i aksjemarkedet og at forslaget om eksponering mot flere typer risiko derfor forventes å gi et bedre bytteforhold mellom forventet avkastning og risiko for fondet samlet sett.

Rådet mener også at en bør utrede forventet avkastning og risiko knyttet til å utstede ulike former for forsikring, herunder forsikring mot finansielle kriser og naturkatastrofer. Risikoen knyttet til å utstede forsikring vil sjelden materialisere seg, og da gjerne samtidig med at andre deler av porteføljen gjør det dårlig. Rådet mener likevel at en langsiktig investor som SPU er godt posisjonert for å høste slike forsikringspremier.

Departementet har siden fondet ble etablert søkt å spre risikoen knyttet til investeringene i SPU så godt som mulig. Økt eksponering mot risikofaktorer som illikviditet og verdi, slik Strategirådet anbefaler, er i tråd med en slik utvikling.

Allerede vedtatte endringer vil kunne øke fondets eksponering mot faktorer som illikviditet og verdi. Beslutningen om å investere opp til 5 pst. av porteføljen i fast eiendom betyr at SPU i 2020 vil ha økt eksponering mot unoterte og lite likvide eiendeler. Analyser av fondets eksponering mot ulike risikofaktorer indikerer ikke noen overvekt mot verdifaktoren i aksjemarkedet ved utgangen av 2010, jf. omtalen i kapittel 4.2. I Norges Banks strategiplan fram til 2013 framgår det imidlertid at banken vil ta sikte på å utnytte fondets langsiktighet og gjennomføre investeringer der det kan ta lang tid før underliggende verdier vil bli realisert. I prinsippet kan det gi en eksponering mot verdifaktoren.

I kapittel 2.3 drøftes investeringer i flere typer noterte investeringer. I kapittel 2.5 presenteres departementets arbeid med å evaluere ulike risikofaktorer i obligasjonsmarkedet.

Mange av de aktuelle risikofaktorene har en «skjev» sannsynlighetsfordeling. Det innebærer at de i de fleste tidsperioder gir positiv avkastning, men at de med uregelmessige mellomrom kan ha kortere perioder med betydelig negativ avkastning. SPU er i utgangspunktet godt egnet til å ta slik risiko. Fondet har en lang tidshorison, og kan derfor legge vekt på hvilken gjennomsnittlig avkastning slike investeringsstrategier kan forventes å gi over lengre perioder. Men det forutsetter at denne typen risiko identifiseres, styres og kommuniseres på en god måte.

Et kjennetegn ved nye noterte investeringer, og ved noen investeringsstrategier som gir eksponering mot flere risikofaktorer, er at SPU vil være en stor aktør i et relativt lite marked. I mange tilfeller vil det være vanskelig å skalere opp investeringene slik at de hver for seg gir et meningsfylt bidrag til fondets samlede resultater over tid. Samtidig øker hver nye investering kompleksiteten i den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningen. Selv om summen av mange små endringer kan forventes å gi et meningsfylt bidrag til forventet avkastning, må det veies opp mot hensynet til kapasiteten til å gjennomføre nye endringer på kort og lang sikt.

2.2.5 Oppbygging av porteføljen

I Meld. St. 10 (2009-2010) uttalte departementet at systematiske risikofaktorer burde vies større oppmerksomhet i forvaltningen av fondet. Dette var blant annet basert på et råd fra professorene Ang, Goetzmann og Schaefer, som i en evaluering av den aktive forvaltningen i SPU siden 1998 anbefalte at eksponering mot systematiske risikofaktorer ble inkludert i fondets referanseindeks.

Norges Bank har i brev til departementet 6. juli 2010 pekt på at eksponering mot risikofaktorer som små selskaper og framvoksende markeder, samt ulike typer kreditt i obligasjonsmarkedet, kan inkluderes i referanseindeksen for fondet. For disse faktorene vil det etter bankens vurdering være mulig å konstruere enkle, transparente, investerbare og etterprøvbare indekser. For andre risikopremier er det etter bankens syn vanskelig å finne enkle beslutningsparametre. Norges Bank skriver:

«Finansdepartementet bør unngå å introdusere systematiske risikofaktorer i referanse-

porteføljene som svekker hensynet til transparens og etterprøvbarhet eller som øker transaksjonsvolumet eller ikke er praktisk investerbare».

Strategirådet 2010 skriver i sin rapport at observasjonene av flere risikofaktorer reiser spørsmålet om det er hensiktsmessig å bytte ut dagens fordeling på aktivaklasser (aktivabasert tilnærming) med en alternativ tilnærming som løfter opp systematiske risikofaktorer og forvaltningsstiler (faktorbasert tilnærming) slik at de blir sentrale i oppbyggingen av forvaltningen av fondet.

Rådet skriver at en slik tilnærming kan synes hensiktsmessig basert på utviklingen av finansiell teori, at det kan gjøre det enklere å evaluere den aktive forvaltningen av fondet og bedre risikostyringen. Samtidig mener rådet at en faktorbasert tilnærming vil være krevende fordi det er få – eller ingen – faktorer som er økonomisk meningsfulle og vedvarende over tid. Det finnes heller ikke tydelige kriterier for hvordan risikofaktorer skal måles, og fondets størrelse og vekst kan gjøre det krevende å gjennomføre betydelige transaksjoner i deler av markedet.

Strategirådet konkluderer med at en overgang fra en aktivabasert til en faktorbasert tilnærming ville være å gå for langt. Rådet skriver:

«Når fordelene og ulempene ved en faktorbasert metode skal veies opp mot en aktivabasert metode, mener vi at den aktivabaserte metoden er den foretrukne.»

Strategirådet peker på at en videreføring av fokusering på aktivaklasser ikke er til hinder for at en i forvaltningen av fondet likevel kan dra fordel av flere risikofaktorer og investeringsstiler. Det pekes på at avkastningsevalueringen ideelt sett bør ta hensyn til slik eksponering, og at risikostyringssystemet bør gi et godt bilde av risikoen. Rådet skriver blant annet:

«Analysen av AGS (2009) tyder på at det bør legges mer vekt på å måle fondets risikoutsattethet ved bruk av flere risikodimensjoner. Vi tror at disse forholdene kan tas opp på tilfredsstillende vis innenfor en aktivabasert tilnærming, selv om analyser av porteføljerresultater vil måtte forbedres for å omfatte flere risikofaktorer og investeringsstiler.»

Noen fond som følger en aktivabasert tilnærming har valgt å gruppere finansielle eiendeler etter

aktivaklassenes ulike egenskaper. Norges Bank argumenterer i sitt brev til departementet 6. juli 2010 for et skille mellom investeringer som gir en viss beskyttelse mot uventet høy inflasjon, såkalte realaktiva, og investeringer uten en slik beskyttelse, såkalte nominelle aktiva. Norges Bank skriver at:

«Investeringer i eiendom og infrastruktur vil gi direkte eierskap til realaktiva og en forventet avkastning i form av stabile, inflasjonsjusterte kontantstrømmer. Inflasjonsjusteringen følger av at de løpende inntektene fra slike investeringer ofte reguleres i takt med utviklingen i inflasjonen. Det bør være et mål å øke innslaget av denne typen realaktiva i porteføljen siden dette kan bidra til å redusere usikkerheten om utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft. Økt innslag av realaktiva i porteføljen bør motsvares av redusert innslag av nominelle renteinvesteringer.»

Strategirådet 2010 peker i sin rapport på at det er vanskelig å skille klart mellom hvilke investeringer som er nominelle og hvilke som gir inflasjonsbeskyttelse. Rådet skriver:

«Det er vanlig innenfor forvaltning av "endowments" (store universitetsfond) å skille mellom realaktiva og nominelle aktiva. Realaktiva er en fordring på produksjonskapasitet, representert ved eierskap til virksomhet, tømmer, ressurser, grunn, gull og andre materielle eiendeler. Nominelle aktiva gir en kontantstrøm, og verdien av denne er utsatt for forringelse dersom det er inflasjon eller valutatap. Men selv om referanseindeksen er basert på aktivaklasser og ikke på faktorer, er ikke merking av visse aktiva som realaktiva og andre som nominelle aktiva nødvendigvis nyttig. Å klassifisere aksjer som realaktiva og obligasjoner som nominelle aktiva, gjør dem ikke nødvendigvis til kun det. Aksjemarkedsavkastning og -verdssetting er for eksempel overraskende sterkt knyttet til inflasjonsnivået. Både deflasjon og høy inflasjon har sammenfalt med lav verdsettelse av aksjemarkedet. For å vurdere de faktiske og nominelle komponentene i hver aktivaklasse, kreves empirisk analyse, men resultatene fra eksisterende studier er blandet, og følsom for lengden på investeringshorisonten, det historiske vinduet som benyttes, og de statistiske metodene som analytikeren bruker.»

Departementet deler Strategirådets syn om at økt oppmerksomhet om ulike risikofaktorer kan gjennomføres uten at forvaltningen av fondet nødvendigvis legges om fra en aktivabasert tilnærming til en faktorbasert tilnærming. Det vises til omtalen av gjennomførte endringer i mandatet til Norges Bank i kapittel 5.

Departementet deler også Norges Banks syn om at fondets langsiktige investeringsstrategi bør være basert på egenskapene ved de ulike aktivaklassene. Samtidig er de ulike aktivaklassenes evne til å sikre fondets kapital mot uventet høy inflasjon usikker. En vektlegging av skillet mellom realaktiva og nominelle aktiva kan derfor gi et misvisende inntrykk av investeringsenes robusthet overfor endringer i inflasjonsutsiktene. Samtidig er inflasjon bare én av flere relevante risikofaktorer for fondet på lang sikt. Departementet vil derfor vurdere også andre måter å klassifisere investeringene på. En inndeling mellom likvide og mindre likvide aktiva eller en inndeling etter risikofaktorer med ulik sårbarhet overfor «dårlige tider» er mulige alternativer.

Uansett er det slik at ulike måter å gruppere fondets investeringer på ikke i seg selv påvirker fondets egenskaper. Dersom en skal gå videre med en gruppering av investeringene i fondet, må det være for å understøtte strategiarbeidet og for å lette kommunikasjonen av risikoen i fondet.

2.2.6 Varierende risikopremier

Prisen investor må betale for en investering kan defineres som verdien av de forventede framtidige inntektene fra investeringen. Verdien i dag av forventede utbetalinger i fremtiden kalles investeringsens nåverdi. Nåverdien av en investering beregnes ved å neddiskontere framtidige utbetalinger med en gitt rentesats. Denne rentesatsen gjenspeiler at det å motta for eksempel 100 kroner om ett år har mindre verdi enn å få pengene i dag. I tillegg vil investor forlange en risikopremie hvis framtidige utbetalinger er usikre. Med eksemplet over vil risikopremien være større (og rentesatsen høyere) jo mer usikkert det er at en faktisk vil motta 100 kroner om ett år. Diskonteringsrenten i et marked vil være en forventet avkastning.

Noen studier av finansielle markeder fokuserer på hvordan ny informasjon påvirker forventningene til framtidige utbetalinger. Studiene viser i grove trekk at ny informasjon raskt innarbeides i markedsprisene. Denne oppfatningen er også lagt til grunn for Finansdepartementets arbeid med investeringsstrategien, jf. kapittel 2.1.

Andre studier fokuserer mer på utviklingen i diskonteringsrentene enn på utviklingen i forventede utbetalinger. Bakgrunnen for disse studiene er at modeller med varierende diskonteringsrenter har vist seg bedre egnet til å forklare faktisk avkastning over tid og mellom markeder. Varierende diskonteringsrenter er forbundet med variasjoner i forventede risikopremier over tid.

Det er flere mulige forklaringer på hvorfor risikopremier synes å variere over tid. En mulig forklaring er at usikkerheten knyttet til framtidig avkastning varierer over tid. En annen mulig forklaring er at investorenes vilje til å ta risiko er lav i «dårlige tider» og høy i «gode tider», slik at forventet risikopremie er relativt høy i dårlige tider og lav i gode tider. Dersom SPU har en like stor vilje til å ta risiko i dårlige og gode tider, taler det for at fondet kan øke forventet avkastning på lang sikt ved å variere investeringene i risikable aktiva over tid ved for eksempel å kjøpe mer aksjer i dårlige tider enn i gode. En slik strategi vil være motsyklisk, i motsetning til en medsyklisk strategi som innebærer at en kjøper mer aksjer i gode tider og mindre i dårlige.

Strategirådet peker i sin rapport på at dagens strategi for å rebalansere fondet innebærer at fondet i noen grad er «motsyklisk». Når aksjemarkedet faller, brukes nye tilførsler av petroleumsinntekter til å kjøpe aksjer. Når aksjemarkedet gjør det godt, investeres en større andel av ny kapital i obligasjonsmarkedet.

Rådet mener at fondets lange investeringshorisont taler for et sterkere innslag av «motsykliske» investeringer og at fondets langsiktighet kan være et fortrinn sammenliknet med andre aktører. Rådet mener at en bør utrede hva forventet avkastning og risiko ved en slik type aktivitet vil være. Samtidig peker de på at få andre har lyktes med en slik aktivitet over tid og at resultatet kan bli en økning av både kostnader og risiko.

I brev til departementet 18. mars 2011 om fondets investeringsstrategi for obligasjoner, skriver Norges Bank at de vil etablere en operativ referanseportefølje innenfor dagens ramme for aktiv forvaltning.

Et av formålene med dette er å legge til rette for å utnytte tidsvarierende risikopremier for å øke avkastningen i fondet. Brevet fra Norges Bank er nærmere omtalt i kapittel 2.5.

Departementet legger til grunn at planer om vesentlige endringer i fondets strategiske referanseindeks bør legges fram for Stortinget før de gjennomføres. Denne beslutningsprosessen er tidkrevende og mindre egnet for middels store og

middels langsiktige endringer av fondets sammensetning, slik som Strategirådet drøfter i sin rapport. I tillegg er det lagt til grunn at fondets størrelse vanskeliggjør større skift i fondets sammensetning uten at markedspåvirkning påfører fondet betydelige kostnader. Endringer i fondets overordnede investeringsstrategi har derfor ikke vært basert på en forventning om at en på forhånd vil kunne identifisere tidspunkter der markeder eller markedssegmenter i ettertid framstår som «billige» eller «dyre».

Samtidig har departementet hatt retningslinjer for rebalansering av fondets investeringer som hindrer at ulik utvikling mellom aktivaklasser og geografiske regioner fører til at fondets sammensetning avviker vesentlig fra de strategiske vektene. Rebalansering har motvirket en reduksjon av aksjeandelen i perioder etter aksjemarkedsfall og en økning av aksjeandelen etter perioder med stigende aksjekurser. I praksis har det ført til at SPU systematisk har kjøpt aktiva når kursene har falt, og solgt når kursene har steget. Dette gir høyere forventet avkastning over tid.

Departementet deler strategirådets syn om at en mer motsyklisk strategi kan være en måte å utnytte fondets fortrinn på. Det er i første omgang naturlig å vurdere om dagens regelstyrte rebalanseringsregler kan videreutvikles og eventuelt anvendes på andre områder. I tillegg vil Norges Bank i noen grad kunne søke å utnytte variasjoner i forventet avkastning innenfor dagens ramme for aktiv forvaltning.

2.2.7 Graden av delegering

Norges Banks brev til departementet 6. juli 2010 peker i retning av at departementet over tid bør gi økt rom for skjønnsutøvelse til Norges Bank. Det henger i noen grad sammen med forslag om økte investeringer i unoterte aktiva, der det ikke kan defineres en referanseindeks som på samme måte som for aksjer og obligasjoner i dag representerer et utgangspunkt for sammensetningen av faktisk portefølje.

Strategirådet peker på at en videreutvikling av strategien med eksponering mot flere risikofaktorer, økte investeringer i unoterte markeder og en mer motsyklisk strategi gir nye utfordringer for styringen av fondet. Rådet mener at mer åpenhet og mer informasjon om fondets risiko vil være viktig, og at en utvikling med mer detaljert rapportering er å foretrekke framfor en rekke nye restriksjoner i mandatet til Norges Bank.

Strategirådet mener at den gjeldende arbeidsdelingen mellom departementet og Norges Bank

er prisverdig klar, men at det oppstår et beslutningsvakuuum dersom det blir behov for endringer i fondets sammensetning som følge av et ønske om å øke eller redusere risiko i spesielle situasjoner. Rådet mener at dagens forvaltning ikke er tilpasset slike justeringer, og at en rådgivende investeringskomité («Investment Advisory Board») kan være en mulig løsning på dette. Rådet skriver:

«Som en særlig oppgave kan organet regelmessig avgjøre om aktivaallokeringsvektene skal aksepteres eller tilsidesettes i henhold til det et kontrært rebalanseringsregime ville innebære. Dette organet kan ha medlemmer fra Finansdepartementets avdeling for formuesforvaltning, medlemmer fra NBIM, Norges Bank eller dets styre, og fagfolk med relevant akademisk bakgrunn eller markedserfaring.»

Rådet skriver at det de oppfatter som et beslutningsvakuuum kan være et resultat av at forvaltningen av SPU er fordelt på to institusjoner der departementet er oppdragsgiver og Norges Bank er agenten. Strategirådet viser til at forvaltningen av andre statlige investeringsfond, som GIC i Singapore og New Zealand Superannuation Fund, er organisert slik at én institusjon er ansvarlig for både den langsiktige strategien og den operasjonelle forvaltningen.

Både Norges Banks brev og Strategirådets rapport argumenterer for at en videre utnyttelse av fondets særtrekk forutsetter økt grad av delegering av investeringsbeslutninger som påvirker fondets samlede sammensetning og resultater til Norges Bank. Forslagene om investeringer i mindre likvide aktiva og større innslag av tidsvarierende eksponering mot markeder og markedssegmenter forutsetter at forvalter får økt myndighet til å foreta investeringsbeslutninger som kan påvirke fondets samlede risiko og avkastning.

Spørsmålet om graden av delegering mellom departementet og Norges Bank ble drøftet i Meld. St. 10 (2009-2010), der det ble framhevet at graden av delegering i SPU hittil har vært liten sammenliknet med andre fond internasjonalt. De fleste sammenliknbare fond har investeringsmandater som gir forvalter i oppdrag å maksimere avkastning innenfor mer eller mindre konkrete risikorammer, men uten å gi klare bestemmelser om for eksempel fordeling av investeringene på ulike aktivaklasser eller nærmere angivelse av referanseindeks. For statlige reserve- eller pensjonsfond er det gjerne satt et krav til realavkastning over tid. Eier av kapitalen i disse fondene har følgelig i langt større grad delegert konkretiseringen av

investeringsstrategien til forvalter enn det som gjelder for SPU.

Samtidig understreket erfaringene fra finanskrisen betydningen av at beslutninger som er avgjørende for samlet risiko i fondet er godt forankret hos politiske myndigheter, og at det er bred oppslutning om den langsiktige strategien for fondet.

Reglene om forvaltningen av SPU bør reflektere en samlet strategi som er i tråd med politiske myndigheters ønsker. For noen aktivaklasser og strategier, som for eksempel eiendom og eventuelle strategier basert på motsykliske investeringsyn, vil det ikke finnes investerbare referanseindekser. Derfor er det ikke mulig å skille mellom overordnede strategivalg og beslutninger om operativ gjennomføring på samme måte som for noterte aksjer og obligasjoner. Slike investeringer krever en annen arbeidsdeling mellom oppdragsgiver og forvalter, med større grad av delegering. Økt grad av delegering kan samtidig gjøre det vanskeligere å forankre fondets strategi hos politiske myndigheter på samme måte som en i dag har gjort i valget av aksjeandel. Det kan i så fall redusere fondets evne til å holde fast ved den langsiktige strategien i perioder med uro.

Etter departementets syn vil Strategirådets anbefaling om en investeringskomite kunne føre til uklare ansvarsforhold. Det er for eksempel vanskelig å se for seg hvordan ansvaret kan avgrenses mellom en slik komité og Norges Banks hovedstyre. Dersom enkeltpersoner fra departementet skal være representert i en komité som gir råd til Finansdepartementet, vil det skape uklarhet om departementets rolle.

Erfaringen er dessuten at den langsiktige investeringsstrategien og bankens aktive forvaltning i ulik grad har vært godt politisk forankret. På tilsvarende måte vil det kunne være vanskelig å oppnå bred politisk oppslutning om de beslutningene som en investeringskomité tar. Departementet vil på denne bakgrunn ikke utrede dette alternativet nærmere.

2.2.8 Rapport om klimaendringers virkning på kapitalmarkedene

Høsten 2009 inngikk departementet en avtale med konsultentselskapet Mercer om å utrede langsiktige konsekvenser av klimaendringer for de globale kapitalmarkedene, og for porteføljen til SPU. 13 andre store institusjonelle investorer i Europa, Nord-Amerika, Asia og Australia knyttet seg til prosjektet.

Mercer har samarbeidet nært med The Grant-ham Research Institute on Climate Change and the Environment ved London School of Economics (der Professor Lord Stern, forfatter av Stern-rapporten, er styreleder). Andre samarbeidspartnere har vært International Finance Corporation i Washington D.C. (knyttet til Verdensbanken), selskapet Carbon Trust i London, og et utvalg eksperter innen miljøøkonomi fra blant annet privat sektor og akademisk.

Rapporten om konsekvensene for de globale kapitalmarkedene ble offentliggjort i London 15. februar 2011. Som en del av prosjektet arbeider Mercer videre med mer tilpassede rapporter for hvert fond. Den mer spesialtilpassede rapporten om SPU ventes å foreligge senere i år.

Rapporten analyserer hvordan klimaendringer og myndighetenes respons på disse endringene kan påvirke avkastningen i verdens kapitalmarkeder fram til 2030. Rapporten bygger på Stern-rapportens analyser av hvordan klimaendringer kan påvirke utviklingen i verdens BNP.

Analysen er basert på fire ulike scenarier for klimaendringer og myndighetenes reaksjon på disse.

Scenariene strekker seg fra «Stern-scenariet», der alle stater innfører effektive og koordinerte tiltak mot utslipp, til «Klimasammenbrudd», der den globale oppvarmingen tiltar, uten politikktiltak fra myndighetenes side. To mellom-scenarier er «Regionale forskjeller», der bare noen stater innfører effektive tiltak mot utslipp, og «Forsinket respons», som preges av få politikktiltak de første 10 årene, men drastiske og verdensomspennende tiltak i neste 10-årsperiode som følge av akselererende global oppvarming.

Rapporten konkluderer med at de forventede makroøkonomiske konsekvensene av klimaforandringer er små fram til 2030 i alle scenariene. Dette reflekterer også hovedresultatene i Stern-rapporten.

Mercer identifiserer deretter tre underliggende faktorer som representerer risiko for investorer i alle de fire scenariene: teknologisk omforming («T»), fysiske skadevirkninger av global oppvarming («I» for «innvirkning») og politikktiltak («P», i hovedsak karbonprising).

Mercer mener at disse risikofaktorene etter hvert vil bli priset i kapitalmarkedet på lik linje med mer tradisjonelle risikofaktorer, som for eksempel terminpremien og aksjerisikopremien. I så fall er det rimelig å anta at ulike aktivaklasser vil ha ulik eksponering mot disse faktorene. Mercer analyserer på denne bakgrunn hvordan klimaendringer kan påvirke ulike investeringer. Figur

2.4 oppsummerer resultatene for de brede aktivaklassene som SPU er investert i.

Kort oppsummert finner Mercer at det globale aksjemarkedet synes lite følsomt for TIP-faktorene, selv om scenariet «Forsinket respons» framstår som svakt negativt, spesielt på grunn av uforutsigbar og dramatisk omlegging av klimapolitikken, mens «Stern-scenariet» er svakt positivt, hovedsakelig på grunn av teknologiske gjennombrudd. Framvoksende aksjemarkeder er noe mer følsomme for TIP-faktorene enn markedene i utviklede land.

Ved analyser av ulike sektorer framstår investeringer i klimavennlig teknologi naturlig nok som svært følsomme. Alle scenariene unntatt «Klimasammenbrudd» er positive for denne sektoren.

Det globale obligasjonsmarkedet framstår generelt som lite følsomt overfor TIP-faktorene, selv om selskapsobligasjoner, som aksjer, vil påvirkes svakt negativt i «Forsinket respons» og svakt positivt under «Stern-scenariet». Igjen utgjør framvoksende markeder et unntak, med en moderat sårbarhet overfor de ulike scenariene for utviklingen fram mot 2030.

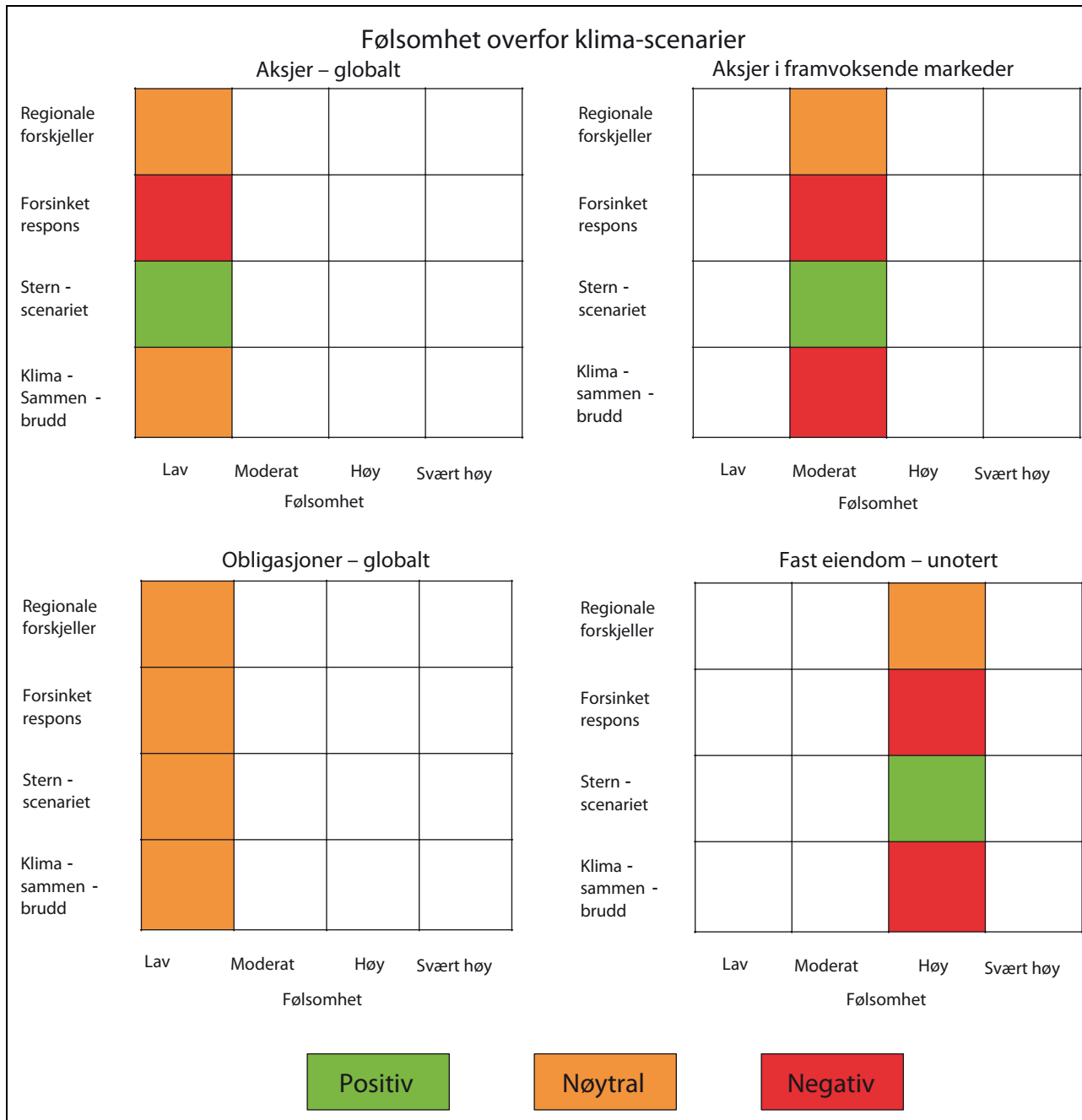
Eiendomsmarkedet er følsomt for TIP-faktorene. Årsaken er først og fremst at eiendomsinvesteringer er følsomme for uforutsigbare politikktiltak, slik som endringer i offentlige reguleringer innen for eksempel energieffektivitet.

Også infrastrukturinvesteringer er følsomme for TIP-faktorene, på samme måte som eiendomsmarkedet. Infrastruktur innen fornybar energi er spesielt følsom, og påvirkes positivt i alle scenarier med unntak av «Klimasammenbrudd», som er negativt.

Rapporten peker på at det kan være regionale forskjeller. Investeringer i ulike land og regioner kan være mer eller mindre følsomme.

Et gjennomgående tema i rapporten er at global oppvarming vil føre til økt usikkerhet rundt forventet avkastning. Rapporten anbefaler investorer å følge nøye med på utviklingen av denne systematiske risikoen, ta hensyn til den i utformingen av aktivaallokeringen, og eventuelt øke eksponeringen mot visse aktivaklasser som kan dra fordel av TIP-faktorene og/eller beskytter mot nedsiderisiko. Videre anbefales dialog med myndigheter, selskaper og forvaltere for om mulig å dempe usikkerheten på sikt.

Rapporten analyserer virkningene av klimaendringer på lang sikt. Den gir ikke grunnlag for å tro at klimaendringer vil gi dramatiske virkninger for veksten i verdensøkonomien eller inflasjon fram mot 2030. Forventede virkninger på



Figur 2.4 Beregnet følsomhet overfor ulike klimascenarier

Kilde: Mercer (2011)

avkastningen i verdens kapitalmarkeder synes også moderate i dette tidsperspektivet. Disse resultatene må ses i lys av at de økonomiske virkningene av klimaendringer forventes å vært størst i perioden etter 2050. Analyser med et lengre tidsperspektiv kunne i prinsippet vært nyttig. Samtidig er usikkerheten knyttet til utviklingen så langt fram i tid naturligvis stor.

Mercer-rapporten peker på at klimarisikoen i en portefølje kan reduseres ved å øke visse typer investeringer, blant annet innenfor eiendom. For

et stort fond som SPU ville det ikke være gjennomførbart å investere store deler av fondet i disse delene av markedet, som er relativt små i forhold til de markedene fondet ellers investerer i.

Dette er første gang store institusjonelle investorer fra fire verdensdeler kommer sammen for å analysere de langsiktige konsekvensene av klimaendringer på verdens kapitalmarkeder. Departementets vurdering er at rapporten er nyttig fordi den på en systematisk måte analyserer et tema som kan være viktig for fondet på lang sikt. Depar-

tementet vil studere rapporten fra Mercer nøye, men legger foreløpig til grunn at rapporten i seg selv ikke tilsier vesentlige endringer i SPUs investeringsstrategi i de nærmeste årene.

Rapporten peker på at klimaendringer er en risiko som alle langsiktige investorer bør ta hensyn til ved utformingen av sin investeringsstrategi. Departementet vil også i tiden framover fokusere på klimarisiko og andre strukturelle risikofaktorer som kan påvirke forventet avkastning og risiko i SPU. Det internasjonale samarbeidet som ligger til grunn for denne rapporten kan være et godt utgangspunkt for framtidige utredninger. Departementet vil også komme tilbake til Stortinget med en omtale av Mercers særskilte rapport om klimarisikoen knyttet til investeringene i SPU, som ventes å foreligge senere i år.

2.3 Unoterte investeringer

2.3.1 Innledning

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

I markedene for noterte aktiva, som kjenetegnes av lave transaksjonskostnader og høy omsettelighet, vil effektiv konkurranse normalt sikre at all relevant informasjon raskt reflekteres i aktivaprisene. I slike velfungerende (effisiente) markeder vil det normalt være svært krevende for investorer å etablere fortrinn. I likhet med noterte markeder vil de store unoterte markedene som eiendom, unoterte aksjer og infrastruktur, også kjenetegnes av høy konkurranse, men det vil være mer ressurskrevende å innhente investeringsrelatert informasjon, gjennomføre investeringene og forvalte disse. Disse faktorene gjør unoterte investeringer krevende, men legger samti-

dig forholdene bedre til rette for at investorer i perioder kan opparbeide seg fortrinn som kan bedre bytteforholdet mellom risiko og avkastning.

I markeder for unoterte investeringer eksisterer det ingen investerbar referanseindeks, slik at det ikke er mulig å drive passiv indeksforvaltning. De operasjonelle utfordringene gjør at mange institusjonelle investorer benytter eksterne forvaltere, primært fondsliknende konstruksjoner. En utfordring ved slik forvaltning er å etablere forvaltningskontrakter som gir investor og forvalter mest mulig sammenfallende interesser. Et sentralt element er fordelingen av avkastningen mellom forvalter og investor. I utgangspunktet bidrar investor kun med langsiktig kapital, mens avkastningen skapes av fondsforvalter. Investors utfordring består i å sikre seg tilstrekkelig kompensasjon for risikoen og en andel av eventuell meravkastning. Fordelingen vil være avhengig av styrkeforholdet mellom partene, som blant annet påvirkes av tilbud og etterspørsel etter slike forvaltningstjenester og markedets avkastningskrav for langsiktig kapital. Historiske avkastningstall for unoterte aksjefond tyder på at den gjennomsnittlige forvalter har fått en for stor andel av avkastningen, slik at investor ikke er blitt tilstrekkelig kompensert for risikoen forbundet med investeringene.

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

Unoterte markeder kjenetegnes av høye transaksjonskostnader og lav omsettelighet. Det gjør at investor vil forvente en kompensasjon i form av en likviditetspremie. Siden likviditeten i unoterte markeder varierer over tid, skapes det usikkerhet knyttet til framtidige transaksjonskostnader. Likviditet påvirker også prisnivået på aktivaene, og likviditetsendringer kan derfor påvirke prisingen. Begge

disse forholdene utgjør ekstra risiko for investor. Aktiviteten og prisingen i unoterte markeder vil også være knyttet opp mot tilgangen til og prisingen av kreditt, ettersom investeringer i eiendom, infrastruktur og av oppkjøpsfond ofte gjennomføres med betydelig grad av belåning. Varierende likviditetsforhold i kredittmarkedene vil derfor kunne skape svingninger i verdien for slike aktiva. Investorer med lang investeringshorisont, stor evne til å holde på investeringer med lav likviditet og lave forvaltningskostnader kan være godt egnet til å høste en slik likviditetspremie.

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

2.3.2 Eiendomsinvesteringer

SPUs første unoterte eiendomsinvestering ble signert 13. januar 2011 og vil gi fondet 25 pst. av inntektene fra The Crown Estates portefølje av eiendommer i Regent Street i London. Denne eiendomsinvesteringen er nærmere omtalt i Norges Banks årsrapport om forvaltningen av SPU for 2010.

Departementet fastsatte retningslinjer for investering i eiendom 1. mars 2010, jf. Meld. St. 10 (2009-2010). Retningslinjene er senere innarbeidet i det samlede mandatet til Norges Bank som trådte i kraft 1. januar 2011, jf. omtale i kapittel 5.

Mandatet fastsetter at Norges Bank skal plassere inntil 5 pst. av SPUs kapital i en egen eiendomsportefølje, ved å redusere investeringer i obligasjonsporteføljen tilsvarende. Som beskrevet i Meld. St. 10 (2009-2010), er det forventet at det vil ta flere år å bygge opp en eiendomsportefølje som utgjør 5 pst. av fondets kapital. Det er også forventet at porteføljen i starten vil være konsentrert om noen få utvalgte eiendomsmarkeder.

Usikkerhet knyttet til juridiske og skattemessige forhold gjør at investeringer i eiendomsporteføljen hittil er avgrenset til å omfatte land i Europa. Både departementet og Norges Bank arbeider med å avklare skattemessige og rettslige forhold i Asia, Oseania og Amerika. Etter hvert som en finner det forsvarlig å inkludere nye land, tar departementet sikte på å utvide den strategiske landfordelingen.

Norges Banks forvaltningskostnader ved eiendomsinvesteringene vil bli høyere enn for fondets noterte investeringer. Dette skyldes at unoterte

investeringer generelt er mer ressurskrevende å forvalte enn noterte investeringer. Forvaltningskostnadene vil også preges av at Norges Bank i starten vil bygge opp kompetanse og systemer for store framtidige investeringer. For eiendomsinvesteringer er det også betydelige transaksjonskostnader.

Kostnadstall fra CEM benchmarking viser at forvaltningskostnadene knyttet til eiendomsinvesteringen for sammenliknbare institusjonelle investorer varierer svært mye, fra 0,04 pst. til 2,7 pst. av forvaltet kapital. Flere forhold påvirker kostnadsnivået. For eksempel er ekstern forvaltning gjennom eiendomsfond betydelig dyrere enn intern forvaltning. Tall fra CEM Benchmarking viser også at store fond benytter mer kostnadseffektiv forvaltning enn mindre fond. Forvaltningskostnadene kan imidlertid ikke vurderes uavhengig av forvaltningsstrategien, siden valget av forvaltningsstrategi vil ha betydning for forventet avkastning. I evalueringen av eiendomsresultatene vil departementet støtte seg på både kostnads- og avkastningsdata for sammenliknbare fond. Reglene for eiendomsporteføljen åpner for at Norges Bank kan investere i eiendom gjennom ulike instrumenter og selskapskonstruksjoner. Norges Banks valg vil kunne variere mellom ulike land og investeringer og vil blant annet være avhengig av juridiske og skattemessige forhold.

Mange internasjonale institusjonelle investorer, som pensjonsfond og forsikringsselskaper, er i likhet med SPU fritatt fra beskatning i sitt hjemland. For at de institusjonelle investorene skal kunne nyte godt av dette, etableres unoterte eiendomsfond og -selskaper ofte i jurisdiksjoner med skatteregimer som fører til at mesteparten av avkastningen blir skattepliktig i investorens hjemland, jf. St.meld. nr. 16 (2007–2008). For å ivareta juridiske og skattemessige forhold har for eksempel Norges Bank opprettet datterselskap i England for eiendomsinvesteringen i Regent Street. For eiendomsinvesteringer i Europa er det også vanlig å opprette selskapsstrukturer i andre land enn der hvor eiendommene ligger. Luxemburg er et eksempel på et land der mange eiendomsinvestorer oppretter datterselskaper. Som omtalt i Meld. St. 10 (2009-2010), krever departementets retningslinjer for eiendomsinvesteringer at unoterte selskaper og fond skal være etablert i OECD-land, land som Norge har skatteavtaler med, eller annet land som Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra.

2.3.3 Unoterte aksjer og infrastruktur

Innledning

Etter eiendom er unoterte aksjer og infrastrukturinvesteringer de største unoterte aktivklassene. Både sammenlikninger med andre fond og SPUs lange tidshorisont og størrelse gjør det naturlig å vurdere slike investeringer i fondet.

Institusjonelle investorer har primært investert i unoterte aksjer for å øke avkastningen utover det som følger av investeringer i noterte aksjer. Investorer forventer høyere avkastning som kompensasjon for den lave omsetteligheten, den usikre kontantstrømmen og den lange tidshorizonten knyttet til slike investeringer. Flere investorer mener også at de har spesielle fortrinn i forvaltningen av unoterte aksjer og at de er i stand til å utnytte disse til å bedre avkastningen. Flere av disse forholdene vektlegges også for investeringer i infrastruktur, men infrastruktur antas ofte også å ha diversifiseringsegenskaper og en stabil kontantstrøm som kan gi muligheter for inflasjonsbeskyttelse.

De fleste store institusjonelle fond investerer i unoterte aksjer gjennom fondslignende konstruksjoner. Unoterte aksjefond kan grovt deles inn i to hovedkategorier: oppstartsfond («venture capital»), hvor fondet investerer i relativt nystartede foretak med et potensial for rask vekst, og oppkjøpsfond («buyouts»), hvor fondet kjøper kontroll i et selskap for så å restrukturere selskapet og bedre inntjeningen. Oppkjøpsfond har normalt en høy gjeldsgrad på sine selskapsinvesteringer for å øke avkastningspotensialet. Slike investeringer i enkeltelskaper er svært ressurskrevende, og de fleste sammenliknbare investorer investerer i unoterte aksjer gjennom fondslignende konstruksjoner. I en slik modell er det fondene som er ansvarlige for investeringsvalg og oppfølging av selskapsinvesteringene. Forvalter av fondene vil belaste investorene med honorarer. Avkastningen mellom fondene kan variere betydelig, slik at valg av fondsforvalter er spesielt viktig for den avkastning investor sitter igjen med. Oppkjøpsfond utgjør en større andel av det samlede markedet for unoterte aksjer enn oppstartsfond.

Tilsvarende fondskonstruksjoner er også vanlige for investeringer i infrastrukturprosjekter, som elektrisitet, gass, og vannforsyning, bompengefinansierte veier, flyplasser og telekommunikasjon. Flere forhold, som høye kostnader og høy belåning, er derfor felles for både unoterte aksjer og infrastruktur. Investeringer i ferdigutviklede infrastrukturprosjekter vil imidlertid kunne ha flere likhetstrekk med forvaltning av eiendom.

Enkelte store investorer med erfaring fra investering i eiendom har begynt med infrastrukturinvesteringer gjennom mer kostnadseffektive strukturer, slik som direkte investeringer. Et skille mellom investeringer i eiendom og infrastruktur er at det er vanligere at det er en offentlig myndighet som er motpart for infrastrukturinvesteringer og at det er høyere eksponering mot regulatorisk risiko. Stort investeringsbehov innen infrastruktur kombinert med svake offentlige finanser i mange land gjør at det forventes økt behov for privat finansiering i årene framover. Markedet for egenkapitalfinansiering fra langsiktige finansielle investorer har fram til nå vært lite, men forventes å vokse framover.

Eksterne råd

Departementet har mottatt tre tilrådinge knyttet til unoterte investeringer.

Norges Bank har gitt sine vurderinger i et brev til departementet av 6. juli 2010, som ble omtalt i og var vedlegg til Nasjonalbudsjettet 2011. Norges Bank anbefaler at det åpnes for investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur. Norges Bank skriver at investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur betyr at vi utnytter fondets særtrekk som en stor, langsiktig investor uten løpende likviditetsbehov.

Norges Bank anbefaler at investeringer i unoterte aksjer ikke bør vurderes som en særskilt strategisk allokering, men at investeringer i unoterte aksjer bør være en del av mulighetsrommet i den operative forvaltningen av fondets egenkapitalinvesteringer og styres gjennom en ramme i Norges Banks investeringsmandat.

Banken viser til at det er usikkert om investeringer i unoterte aksjer i gjennomsnitt har hatt en høyere avkastning enn børsnoterte aksjer. Norges Bank vurderer at banken over tid vil kunne bygge en organisasjon som har kompetanse til å identifisere og få tilgang til å investere hos de beste forvalterne. Norges Bank skriver at banken da også vil ha muligheten til å investere sammen med utvalgte forvaltere og gjennom dette øke avkastningspotensialet.

På oppdrag fra departementet har Strategirådet for SPU utarbeidet en rapport om den langsiktige strategien for investeringene i SPU. Rapporten som ble lagt fram 26. oktober 2010, peker på at sammenliknbare fond har betydelige unoterte investeringer, som infrastruktur og unoterte aksjer. Rådet mener at en viss eksponering mot infrastruktur kan være nyttig, men er mer tilbakeholdne overfor unoterte aksjer. De peker spesielt

på at høye eksterne honorarer ved investeringer i unoterte aksjer vil kunne gjøre det krevende for SPU å oppnå en akseptabel avkastning etter kostnader.

Departementet har i tillegg gitt Ludovic Phalippou, forsker ved universitetet i Oxford, i oppdrag å utarbeide en rapport om investeringer i unoterte aksjefond. Datagrunnlaget for å gjøre slike analyser er begrenset og har flere svakheter. Dataene som ligger til grunn for vurderingene i rapporten fra Phalippou må samtidig regnes som det beste tilgjengelige datamaterialet for denne type investeringer. Rapporten viser at unoterte aksjer ikke har gitt høyere avkastning enn noterte aksjer etter kostnader. Samtidig har investeringer i unoterte aksjer hatt høyere risiko enn aksjemarkedet. Analyser av avkastningen til fondene før honorarer tyder på at det er stor konkurranse i markedene hvor unoterte fond investerer, og indikerer at fondenes investeringer totalt sett ikke har gitt en høyere avkastning enn en aksjeportefølje med tilsvarende risikoprofil.

Rapporten peker på at det er betydelige kostnader for investor ved investeringer i unoterte aksjer, primært gjennom høye honorarer til fondsforvalter. En svakhet med etablert praksis i markedet er at honorarene til fondsforvalter i for stor grad er knyttet opp mot den generelle avkastningen i aksjemarkedet. Rapporten peker på at de høye honorarene ikke står i forhold til avkastningen som fondene i gjennomsnitt har oppnådd utover den generelle avkastningen i aksjemarkedet.

Rapporten viser videre til at store langsiktige investorer kan oppnå betydelige fortrinn innen forvaltningen av unoterte aksjer. Store investorer som har bygget opp kompetanse innenfor denne typen forvaltning har bedre tilgang på informasjon om fondene og får bedre betingelser. De investerer derfor gjennomgående i fond med høyere avkastning og har lavere kostnader enn den gjennomsnittlige investor. Rapporten peker også på at en langsiktig investor som SPU kan ha muligheter til å øke avkastningen ved å øke allokeringen til unoterte aksjer i perioder hvor framtidig avkastning forventes å være høy. Historisk har dette vært perioder med lav tilgang på kapital fra investor til unoterte aksjefond. Annenhåndsmarkedet for fondsandeler kan også gi gode investeringsmuligheter, spesielt i perioder med uro i finansmarkedene. Imidlertid foreligger det kapasitetsbegrensninger for store investorer, primært knyttet til tilgangen på gode fond.

Unoterte aksjefond er ofte strategiske eiere med kontroll over virksomhetene de investerer i.

Rapporten fra Phalippou framhever at utøvelsen av det strategiske eierskapet gjør at unoterte aksjefond ofte er utsatt for offentlig kritikk, selv om akademiske studier finner liten støtte for at disse forvalter investeringene på en måte som faktisk er uheldig eller skadelig for samfunnet. Til tross for at investorer i slike fond normalt ikke vil ha innflytelse over forvaltningen av fondene, kan omdømmerisikoen øke dersom SPU blir assosiert med fondsforvalternes utøvelse av eierskapet.

Rapportene fra Strategirådet 2010 og Ludovic Phalippou er publisert på departementets nettside (www.regjeringen.no/spf).

Departementets vurderinger

Investeringer i unoterte aksjer har høyere risiko enn noterte aksjer og bør derfor gi høyere avkastning. Historiske avkastningstall indikerer at dette ikke har vært tilfelle. Svært høye eksterne forvaltningskostnader er en viktig årsak til dette. Selv om SPU bør kunne oppnå avkastnings- og kostnadsfortrinn i forhold til mindre investorer, medfører det høye kostnadsnivået for denne typen investeringer at det likevel er usikkert om risikojustert avkastning etter kostnader vil bli tilfredsstillende.

Det eksisterer ikke avkastningstall for infrastrukturinvesteringer som er egnet for historiske analyser. Investeringene har i hovedsak blitt gjort via unoterte aksjefond. Flere forhold som høye kostnader og høy belåning er derfor felles for både unoterte aksjer og infrastruktur. Infrastrukturmarkedet er imidlertid i utvikling, og enkelte store institusjonelle investorer har begynt å gjøre investeringene gjennom mer kostnadseffektive investeringsformer. Slike investeringer har klare likhets trekk med direkte investeringer i unotert eiendom.

Unoterte investeringer er krevende og krever en annen kompetanse enn investeringer i noterte aksjer og obligasjoner. Slike investeringer vil medføre en større og mer kompleks forvaltningsorganisasjon. Departementet og Norges Bank er nå for første gang i ferd med å opparbeide seg kompetanse fra investeringer i det største og mest utviklede unoterte markedet, markedet for fast eiendom. Etter departementets syn er det ønskelig at en først bygger erfaring fra dette markedet. Departementet legger derfor ikke opp til å åpne opp for investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur nå.

Gitt SPU's særtrekk er det naturlig å komme tilbake til spørsmålet om unoterte aksjer og infrastruktur senere. Markedene for unoterte aksjer og infrastruktur er i utvikling. En ny gjennomgang vil kunne bygge på nye forskningsresultater

og nærmere vurderinger av hva som kan oppnås gjennom å utnytte fondets størrelse og langsiktighet. De erfaringene som nå gjøres gjennom investeringer i unoterte eiendomsinvesteringer vil også kunne være relevante.

2.4 Geografisk fordeling og valutarisiko

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

2.4.1 Import og valutarisiko

Kapitalen i SPU reflekterer statens sparing, men er samtidig et viktig redskap for nasjonal sparing. Avsetningene til fondet er om lag på linje med landets eksportoverskudd som følge av produksjonen av olje og gass. I et nasjonalt perspektiv er fondets rolle å spare av dette overskuddet for å finansiere framtidige kjøp av varer og tjenester som er produsert internasjonalt – det vil si framtidig import. I tråd med dette er målet for fondets investeringsstrategi å maksimere fondets internasjonale kjøpekraft innenfor moderat risiko.

De varene og tjenestene som landet i framtiden vil importere vil kunne ha en annen fordeling mellom land og valutaer enn kapitalen i fondet. Endringer i internasjonale valutakurser vil derfor påvirke hvor mange varer og tjenester som kan kjøpes for denne kapitalen. Sentrale spørsmål i utformingen av investeringsstrategien er i hvilken grad fondets internasjonale kjøpekraft er utsatt for slik valutarisiko og hvordan valutarisikoen i så fall best håndteres.

For å vurdere valutarisikoen i SPU i et nasjonalt perspektiv er det nødvendig å vite opphavet til de varene og tjenestene vi importerer. Norge importerer et bredt spekter av varer og tjenester fra et stort antall land i verden. Erfaringsmessig kommer imidlertid en stor del fra land i umiddelbar nærhet i Norden og i Europa for øvrig. Ettersom vi importerer mest fra Europa, har det vært

naturlig å tenke at vi beskytter kjøpekraften til fondet mot valutakurssvingninger ved også å investere mest i europeiske verdipapirmarkeder. Dette er reflektert i dagens regionvekter.

Hvordan sammensetningen av importen til Norge vil se ut i framtiden avhenger av mange faktorer, herunder utviklingen i den internasjonale arbeidsdelingen. Det er vanskelig å anslå denne utviklingen presist. Det virker likevel rimelig å legge til grunn at Norge også i framtiden kommer til å importere mye fra land i Europa, samtidig som en økende andel nok vil komme fra framvoksende økonomier. Norges framtidige handelsmønstre er nærmere drøftet i boks 2.6.

2.4.2 Internasjonal kjøpekraftsparitet

Valutakurser svinger betydelig på kort sikt, og ofte på en måte som kan synes tilfeldig. Over tid er det imidlertid noen mønstre. Fondets lange horisont og jevnlig uttak gjennom handlingsregelen for finanspolitikken innebærer at det er kursutviklingen på lang sikt som vil ha mest å si for fondets samlede internasjonale kjøpekraft. For å vurdere valutarisikoen i fondet er det derfor nødvendig å studere utviklingen i valutakursene over tid.

Forskning indikerer at det finnes stabile, langsiktige likevektsnivåer som kursene går mot. Langsiktige likevektskurser kjennetegnes ved at et bredt sett av varer som handles internasjonalt koster det samme regnet i felles valuta, uansett hvilket land varene er produsert i eller hvilken valuta varene i utgangspunktet er priset i. Dette kalles internasjonal kjøpekraftsparitet. Hvis varer uansett koster det samme, spiller det ingen rolle hvor man skal kjøpe varene fra, og det er derfor ingen valutarisiko. Hvor store avvikene fra internasjonal kjøpekraftsparitet er, og hvor lenge de vedvarer, er derfor sentrale spørsmål for å vurdere fondets valutarisiko.

Figur 2.7 viser realvalutakursen mellom britiske pund og amerikanske dollar (dvs. den nominelle valutakursen justert for forskjellen i prisutviklingen mellom Storbritannia og USA) over en periode på mer enn to hundre år. Deresom internasjonal kjøpekraftsparitet var gyldig kontinuerlig, ville realvalutakursen vært konstant, slik at utviklingen i den nominelle valutakursen akkurat motsvarte forskjellen i prisutviklingen på varer mellom de to landene. Kurssvingningene i figuren viser at det i lange perioder har vært store avvik fra paritet, og at avvikene har variert betydelig. Men over tid ser det ut til at valutakursen beveger seg rundt et stabilt nivå

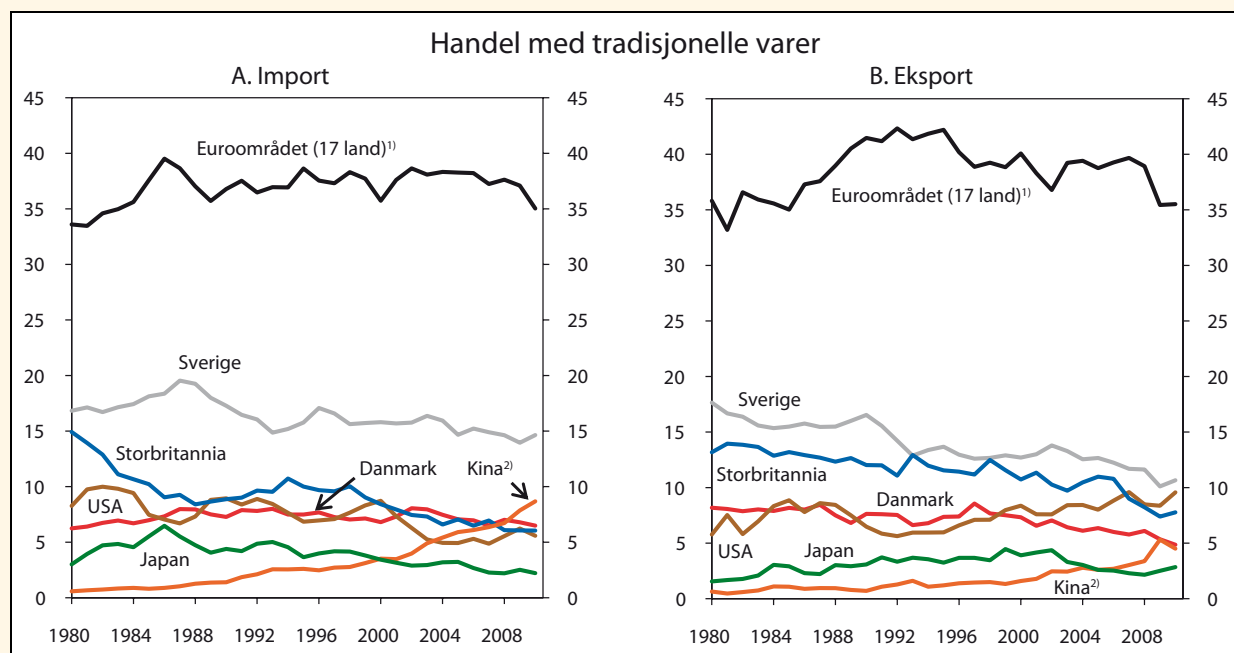
Boks 2.6 Norges framtidige handelsmønster

Figur 2.5.A viser importen av tradisjonelle varer til Norge fordelt på de største land og valutaområder (euroområdet) i perioden fra 1980 til i dag. Figuren viser at om lag 35-40 pst. av importen kommer fra land som nå er del av euroområdet, vel 20 pst. fra Sverige og Danmark, og noe mer enn 5 pst. fra Storbritannia. Andelen fra Europa samlet har vært relativt stabil gjennom perioden, på om lag 70 pst.

Figur 2.5.A, som viser den historiske importsammensetningen, kan gi en indikasjon på sammensetningen av import til Norge også i framtiden. Anslag basert på historisk import må imidlertid tolkes med varsomhet:

- Investeringene i SPU gjøres med en svært lang tidshorizont. Det er derfor først og fremst Norges importmønster på lang sikt som er relevant for å vurdere valutarisikoen i fondet.

På lang sikt vil den internasjonale arbeidsdelingen trolig endre seg betydelig, og det er derfor ikke opplagt hvilken sammensetning den framtidige importen vil ha. Et eksempel på dette er Kinas inntreden i verdenshandelen: I løpet av de siste 10 årene har importandelen fra Kina økt fra 3 til 8 pst. Dette gjenspeiler den sterke veksten i Kinas andel av verdens samlede bruttoprodukt, jf. figur 2.6. Det er betydelig usikkerhet knyttet til hvilke enkeltland som faktisk vil lykkes med å oppnå vedvarende høyere vekst, og i hvilken grad de vil integreres i det internasjonale varebyttet. I årene framover er det likevel grunn til å vente at framvoksende økonomier samlet sett vil ha høyere økonomisk vekst enn utviklede økonomier, og dermed over tid også vil stå for en økende del av norsk import.



Figur 2.5 Handel med tradisjonelle varer til og fra Norge fordelt på største land og valutaområder. Andel i prosent

1) Tall for Estland og Slovenia er ikke tilgjengelig for årene før 1992. Tall for Slovakia er ikke tilgjengelig for årene før 1993.

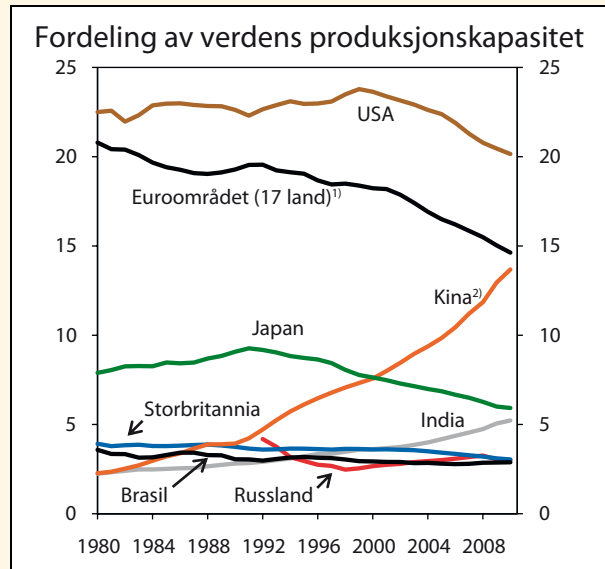
2) Inkluderer Hong Kong.

Kilde: SSB

Boks 2.6 (forts.)

- I statistikken for utenrikshandelen måles opprinnelsesland som det landet der varen er produsert eller har fått sin nåværende form. Mange varer som ferdigstilles i Europa har imidlertid et betydelig innslag av innsatsfaktorer produsert i andre deler av verden. Norges geografiske plassering betyr at land i Europa er et naturlig stoppested på veien for mange varer. Statistikken vil derfor lett kunne gi inntrykk av at vår import i større grad er produsert i Europa enn det som faktisk er tilfellet, og dermed bidra til å overvurdere valutarisikoen knyttet til Europa. Forskningsresultater indikerer at denne overvurderingen kan utgjøre så mye som 50 pst. for importen fra Sverige og Danmark, og 20 pst. for importen fra Tyskland.
- På lang sikt vil fondsmidlene i SPU finansiere et vedvarende underskudd på Norges driftsbalanse overfor utlandet. Importen av tradisjonelle varer er én viktig komponent i driftsbalansen, eksport en annen. I prinsippet kunne det være ønskelig å anslå valutasammensetningen til framtidig nettoimport, dvs. import minus eksport. Figur 2.5.B viser at fordelingen av eksporten av tradisjonelle varer fra Norge i store trekk likner på fordelingen av importen. Nettoimporten er derfor

differansen mellom to omtrent like store tall, og det øker usikkerheten i anslagene.



Figur 2.6 Fordelingen av verdens produksjonskapasitet (kjøpekraftsjustert bruttonasjonalprodukt) på største land og valutaområder. Årlige tall 1980–2010. Andel i prosent

¹⁾ Tall for Slovenia er ikke tilgjengelig for perioden før 1992. Tall for Estland og Slovakia er ikke tilgjengelig for perioden før 1993.

²⁾ Inkluderer Hong Kong.

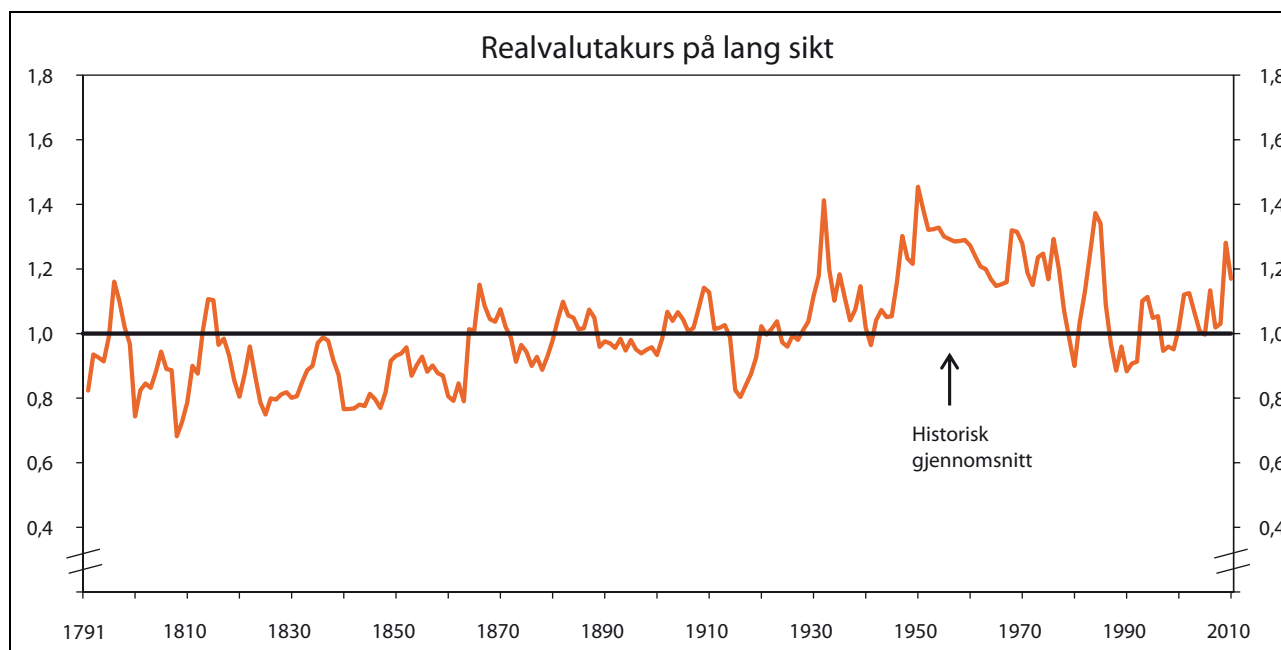
Kilde: IMF

som reflekterer internasjonal kjøpekraftsparitet. Det innebærer at det er betydelig mindre usikkerhet om valutakursutviklingen på lang sikt enn på kort sikt. Det ser ut til å være en tendens til at valutarisikoen viskes ut over tid.

Grunnlaget for å vente at internasjonal kjøpekraftsparitet gjelder er den såkalte «loven om én pris», som sier at liknende produkter som handles internasjonalt vil ha liknende pris i ulike land (regnet i felles valuta). Hvis prisforskjellen ble uforholdsmessig stor, ville de rimeligste produktene begynne å utkonkurrere de dyreste. Over tid vil dette tendere til prisutjevning. Jo større prisforskjellen i utgangspunktet er, desto sterkere er konkurransen fra de rimeligste produktene, og desto sterkere er tendensen til prisutjevning. Hvis loven om én pris gjelder for et bredt sett av varer og tjenester som handles internasjonalt, vil også internasjonal kjøpekraftsparitet holde som en rimelig tilnærming.

Departementet har bedt professor Lucio Sarno ved Cass Business School om å oppsummere det empiriske grunnlaget for internasjonal kjøpekraftsparitet. I sin rapport, som er tilgjengelig på departementets nettside (www.regjeringen.no/spf), peker professor Sarno på at det etter hvert er bred støtte blant forskere for synet om at internasjonal kjøpekraftsparitet holder over tid. Dette gjelder særlig når en ser på varer og tjenester som handles internasjonalt. Disse resultatene er av stor betydning for å vurdere valutarisikoen i SPU:

- Investeringene gjøres med en svært lang tids horisont. Hvis valutakursene tenderer til å gå tilbake til stabile likevektsnivåer, vil valutakursrisikoen være relativt mindre for langsiktige investorer.
- Handlungsregelen for finanspolitikken innebærer videre at vi vil kunne trekke på fondet hvert eneste år i all framtid. Det betyr at vi er mindre



Figur 2.7 Realvalutakursen (justert med konsumprisutviklingen) mellom amerikanske dollar og britiske pund relativt til historisk gjennomsnitt (satt lik 1)

Kilde: Sarno og Passari (2011)

utsatt for valutakursene på et bestemt framtidig tidspunkt, og at det gjennomsnittlige nivået på valutakursene over lengre perioder vil være av større betydning for fondets samlede internasjonale kjøpekraft. Internasjonal kjøpekraftsparitet innebærer at valutakursene i gjennomsnitt kan forventes å være svært nær sine langsiktige likevektsnivåer over fondets lange tidshorison.

- I et nasjonalt perspektiv reflekterer kapitalen i SPU landets samlede overskudd i handelen med utlandet. Slik sett vil kapitalen over tid brukes til å kjøpe varer og tjenester som er produsert internasjonalt. For å vurdere valutarisikoen i fondet er det derfor spesielt viktig at internasjonal kjøpekraftsparitet holder for slike varer.

Selv om kjøpekraftsparitet er gyldig over tid, kan avvikene fra paritet være betydelige både på kort og mellomlang sikt, jf. figur 2.7. For eksempel opplever økonomier som vokser raskt ofte en vedvarende styrking av realvalutakursen. Valutarisikoen i fondet er dermed ikke null. Et spørsmål av betydelig interesse er hvor lang tid en kan regne med at det tar før avvik fra paritet blir redusert. I rapporten peker professor Sarno på at tendensen til tilbakevending til paritet avhenger av størrelsen på avviket, og at store avvik ser ut til å reduse-

res raskere enn tidligere antatt. Dette bidrar til å redusere valutarisikoen i fondet ytterligere.

2.4.3 Rammer for geografisk fordeling

Enkle vektingsprinsipper

Investeringsstrategien til SPU søker å maksimere fondets internasjonale kjøpekraft innenfor moderat risiko. Dersom man ser bort fra valutarisiko, er en geografisk fordeling i samsvar med markedsverdier et naturlig utgangspunkt, dels fordi fondets størrelse tilsier at vi investerer mest i de største markedene, og dels fordi markedsvekter i tradisjonell finanst teori gir uttrykk for den beste avveiningen mellom forventet avkastning og risiko.

Markedsvekter er særlig aktuelt for fondets aksjeportefølje, som i stor grad består av eierandeler i selskaper med virksomhet i mange land. Da gir det mindre mening å angi en geografisk tilknytning eller valuta til selskapene ut fra hvor deres hovedkontor ligger, eller hvor de er børsnotert.

Markedsvekter kan være mindre egnet for statsobligasjoner. Det samlede tilbudet av slike obligasjoner påvirkes i svært stor grad av lånebehovet til store enkeltstater. Markedsvekter vil derfor innebære høy eksponering mot land med høy gjeld, og sikrer ikke nødvendigvis god risikospredning. Et alternativ til markedsvekter er BNP-

vekter, noe som kan begrunnes med at større økonomier gjennomgående vil ha større evne til å betale gjeld. På den annen side er en stats tilbakebetalingsevne ikke bare avhengig av hvor stor landets økonomi er, men også av hvor stor gjeld staten har i utgangspunktet. Den langsiktige strategien for fondets obligasjonsportefølje er nærmere drøftet i kapittel 2.5 i denne meldingen.

I dag er mer enn halvparten av kapitalen i SPU investert i Europa. Dersom valutarisikoen i fondet er mindre enn tidligere antatt, og uansett relativt liten, synes det ikke lenger å være grunnlag for en så vidt sterk konsentrasjon av investeringene i Europa. Verdens verdipapirmarkeder og produksjonskapasitet befinner seg i større og økende grad i andre deler av verden enn Europa. Både prinsippet om markedsvekter og prinsippet om BNP-vekter indikerer at andelen investert i Europa over tid bør reduseres, til fordel for større andeler i resten av verden.

Andre hensyn

I praksis vil enkle vektingsprinsipper (som markedsvekter eller BNP-vekter) neppe fange opp alle relevante hensyn som må tas for å sikre at den geografiske fordelingen maksimerer fondets internasjonale kjøpekraft innenfor moderat risiko. Viktige hensyn er knyttet til de finansmarkedene som fondet opererer i, slik som:

- *Investerbarhet.* Ikke alle typer investeringer er tilgjengelige for internasjonale investorer. Flere land har begrensninger på omfanget av utenlandsk eierskap.
- *Konsentrasjonsrisiko.* Det er ønskelig å unngå for stor eksponering mot enkeltutstedere eller enkeltmarkeder. F.eks. utgjør aksjemarkedet i USA alene om lag halvparten av markedsverdien til verdens samlede aksjemarked.
- *Forventninger til avkastning og risiko i ulike markeder.* Noen investeringer kan vanskelig begrunnes ut fra forventet avkastning. Japanske statsobligasjoner har f.eks. en rente nær null, og slike obligasjoner vil utgjøre en vesentlig del av både en markedsvektet og en BNP-vektet portefølje.

Særtrekk ved fondet er også relevant for valget av geografisk fordeling. Investeringene i fondet er i ferd med å bli en betydelig del av vår nasjonalformue, sammen med real- og humankapitalen innenlands. I prinsippet burde de ulike delene av nasjonalformuen forvaltes samlet, selv om det i praksis er vanskelig å gjennomføre på en konsis-

tent måte. Isolert sett taler hensynet til fondets rolle i norsk økonomi for å plassere investeringene i land som i vid forstand er ulike oss selv. Dette kan tilsi at vi bør øke andelen av investeringene i land som ligger lenger bort fra Norge, som har en annen næringsstruktur eller et annet utviklingsnivå.

Nærmere om investeringer i framvoksende markeder

En annen tilnærming enn dagens regionvekter er å gruppere mottakerlandene for våre investeringer etter grad av økonomisk utvikling, for eksempel ved å skille mellom utviklede og framvoksende økonomier og deres markeder. Investeringer i disse markedene bidrar til å spre risikoen mellom ulike land. De er også en kilde til å høste risikopremier. Utvidet og økt eksponering mot framvoksende markeder har derfor vært en naturlig del av utviklingen av fondets investeringsstrategi. SPU's investeringer i framvoksende markeder er nærmere omtalt i boks 2.7.

Det er flere grunner til at investeringer i framvoksende markeder etterhvert vil utgjøre en stadig større andel av SPU's samlede aksjeportefølje:

- Det er naturlig at omfanget av SPU's investeringer påvirkes av størrelsen på aksjemarkedene. I årene framover ventes aksjemarkedene i framvoksende økonomier å vokse raskere enn markedene i de mer utviklede økonomiene.
- Flere lands aksjemarkeder vil kunne komme til å tilfredsstillende indeksleverandøren FTSEs kriterier for framvoksende markeder, og dermed bli inkludert i fondets referanseindeks.
- Andelen framvoksende markeder er mindre i Europa enn i resten av verden. Dersom andelen av fondet som investeres i Europa over tid reduseres til fordel for større andeler i resten av verden, vil det føre til at andelen investert i framvoksende markeder samlet sett øker.

Et aktuelt spørsmål er om andelen av fondet som investeres i framvoksende markeder bør øke mer enn det som følger av utviklingen i markedenes størrelse, inkludering av nye aksjemarkeder og en eventuell nedvektning av Europa til fordel for andre deler av verden. Det er flere forhold som kan tale for å vurdere dette:

- Investeringer i framvoksende markeder innebærer høyere risiko, men også høyere forventet avkastning. Denne risikoen kan fondet ha evne til å bære, men den må vurderes opp mot alternative måter å øke risiko og forventet avkastning på, jf. omtalen av eksponering mot systematiske risikofaktorer i kapittel 2.1 og 2.2.

Boks 2.7 SPU's investeringer i framvoksende markeder

Framvoksende markeder ble inkludert i SPU's referanseindeks for aksjer første gang i 2000. Antallet framvoksende markeder ble utvidet moderat i 2004. I 2007 gjennomførte departementet en bred gjennomgang av framvoksende aksjemarkeder, jf. St.meld. nr. 16 (2007-2008), som resulterte i at antallet framvoksende markeder ble økt betydelig i 2008. Sammen med økningen i fondets størrelse har denne utvidelsen ført til kraftig vekst i SPU's investeringer i framvoksende markeder de siste årene, til nærmere 200 mrd. kroner ved utgangen av 2010, jf. figur 2.8. Investeringene i de framvoksende markedene utgjør i dag om lag 10 pst. av alle fondets aksjer, hvilket er om lag i tråd med disse markedenes andel av verdens aksjemarkeder samlet.

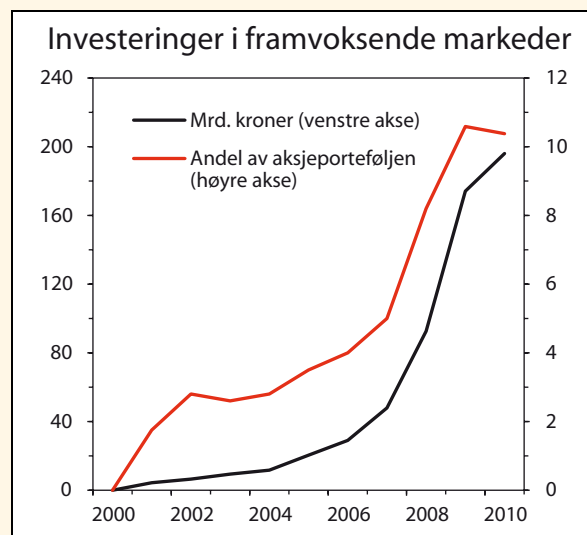
SPU's referanseindeks inkluderer de noterte aksjemarkedene i samtlige land som indeksleverandøren FTSE klassifiserer som framvoksende («advanced emerging markets» og «secondary emerging markets»). Ved utgangen av 2010 omfattet dette Brasil, Ungarn, Mexico, Polen, Sør-Afrika, Taiwan, Chile, Kina, Colombia, Tsjekkia, Egypt, India, Indonesia, Malaysia, Marokko, Pakistan, Peru, Filippinene, Russland, Thailand, Tyrkia og De forente arabiske emirater.

Investeringer i framvoksende markeder har ofte høyere risiko enn investeringer i utviklede markeder. Dette skyldes dels høyere landspesifikk risiko (knyttet til f.eks. politisk ustabilitet), og dels at framvoksende markeder erfaringsmessig er mer følsomme for den globale økonomiske utviklingen. Høyere risiko betyr at avkastningen kan bli både vesentlig høyere og vesentlig lavere enn avkastningen i mer utviklede markeder. Finansiell teori tilsier at investorer blir kompensert for den systematiske delen av denne risikoen i form av høyere forventet avkastning over tid.

I årene framover ventes til dels betydelig høyere økonomisk vekst i framvoksende økonomier enn i utviklede økonomier. Høyere forventet økonomisk vekst gir imidlertid ikke i seg selv grunnlag for å vente høyere avkastning fra aksjeinvesteringer i framvoksende markeder. Det må antas at alle investorer er godt kjent med vekstutsiktene, og at forventninger om høy vekst allerede i betydelig grad er reflektert i

dagens aksjekurser. Historiske analyser av gjort av professorene Dimson, Marsh og Staunton ved London Business School viser at man ikke kan bruke historisk økonomisk vekst til å forutsi hvilke markeder som vil gi høy aksjeavkastning.

Men når den økonomiske veksten blir høyere enn forventet, kan det gir særlig høy avkastning på aksjeinvesteringer. De siste ti årene har de framvoksende markedene gitt betydelig høyere avkastning sammenliknet med avkastningen i verdens aksjemarkeder samlet. Dette kommer til syne i figur 2.9, som viser aksjeavkastningen i framvoksende markeder og for verden samlet i perioden siden fondets oppstart. Den høye avkastningen må ses i sammenheng med at disse landene lyktes med å oppnå svært sterk økonomisk vekst i denne perioden, og antakelig høyere vekst enn det som var priset inn i markedet ved begynnelsen av perioden. Samtidig viser figuren at avkastningen i disse markedene har svingt betydelig. Utslagene under finanskrisen var langt større for framvoksende markeder enn for de utviklede. Dersom SPU hadde hatt vesentlig større investeringer i framvoksende markeder, hadde også verdifallet i fondets portefølje blitt langt sterkere i 2008 enn det faktisk ble.

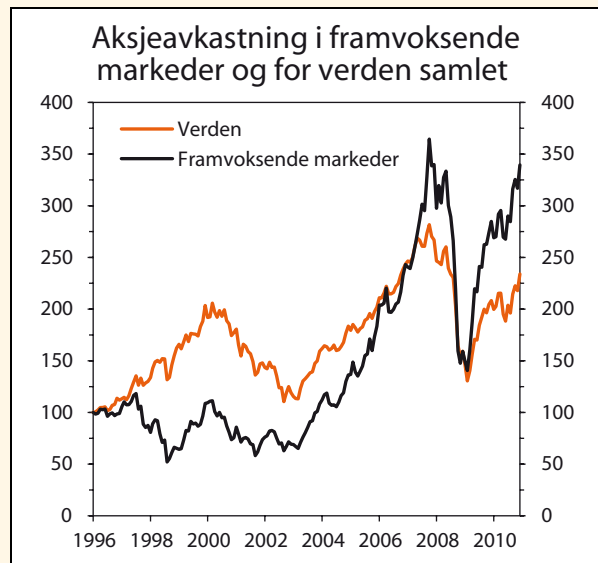


Figur 2.8 SPU's investeringer i framvoksende markeder. Mrd. kroner (venstre akse) og prosentvis andel av fondets aksjeportefølje (høyre akse)

Kilde: Norges Bank, FTSE og Finansdepartementet

Boks 2.7 (forts.)

Mange framvoksende økonomier uttrykker nå bekymring for at tilflyten av kapital skal bli for stor, med risiko for «overoppheting» og «bobler» i prisene på finansielle aktiva. I lys av dette har også enkelte land innført restriksjoner på kapitalinngangen fra utlandet. Avkastningen i de framvoksende markedene kan godt bli lavere enn i de utviklede markedene framover, slik figur 2.9 viser at den også har vært i perioder tidligere.



Figur 2.9 Utviklingen i MSCIs indekser for framvoksende aksjemarkeder og for verdens aksjemarkeder samlet. Indekser 1996 = 100

Kilde: MSCI

- Det kan tenkes at økt eksponering mot framvoksende markeder vil bidra til å bedre bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko for fondet.

Videreutviklingen av fondets investeringer i framvoksende markeder bør gjøres innenfor dagens ramme for investeringer i noterte aksjer. I kapittel 2.3 i denne meldingen omtales departementets vurderinger av investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur på generell basis, med utgangspunkt i de utviklede markedene. Det konkluderes med at det ikke bør åpnes for slike investeringer nå. Det skyldes bl.a. høye forvaltningskostnader, betydelig usikkerhet knyttet til forventet risikjustert avkastning, og at det er ønskelig først å høste erfaringer fra fondets investeringer i fast eiendom.

Investeringer i framvoksende markeder er i seg selv krevende, og unoterte investeringer i disse markedene vil være spesielt krevende. Høy finansiell og omdømmemessig risiko taler for at unoterte investeringer i framvoksende markeder først burde starte etter at man har høstet erfaringer fra unoterte investeringer i de mer utviklede markedene. På denne bakgrunn etableres det ikke nå et eget investeringsprogram rettet mot unoterte investeringer i framvoksende markeder,

slik det ble lagt opp til å vurdere i St.meld. nr. 20 (2008–2009). Hvis og når det åpnes for unoterte investeringer i fondet på generell basis, vil det imidlertid være naturlig å vurdere en samtidig eller gradvis utvidelse til mindre utviklede markeder. Dette kan eventuelt gjøres i form av et eget investeringsprogram.

2.4.4 Norges Banks og Strategirådets vurderinger

Norges Banks vurderinger

Norges Bank omtaler fondets valutasammensetning i brev til departementet 6. juli 2010. Banken peker på at hensynet til fondets framtidige forpliktelser er blitt tillagt en viss vekt i fastsettelsen av valutasammensetningen til referanseindeksen, og at ønsket valutasammensetning er blitt uttrykt gjennom faste regionvekter. Norges Bank peker videre på at regionvektene er blitt endret flere ganger siden fondets oppstart, og at hensynet til diversifisering er blitt tillagt mer vekt ettersom fondet har vokst i størrelse, mens hensynet til valutasammensetningen av framtidig import er blitt tonet ned. Norges Bank mener at det trolig er grunn til å legge enda mindre vekt på importensynet framover. Banken viser bl.a. til at fondets

kapital vil bli brukt over lang tid og at avvik fra kjøpekraftsparitet, selv over lange perioder, derfor vil ha mindre betydning. Banken peker også på at det er stor usikkerhet om utviklingen av importmønsteret, og at substitusjonsmulighetene mellom ulike tilbydere av varer og tjenester på verdensmarkedet er store.

Norges Bank mener det bør vurderes om det er hensiktsmessig å videreføre dagens struktur med regionvekter. Banken peker i denne forbindelse på at det ikke er en entydig sammenheng mellom regioner og valuta eller mellom markeder og valutaeksponering. Det vises f.eks. til at børsnoterte foretak vil ha omfattende virksomhet også i andre geografiske områder enn der foretaket er notert. Det gjør den faktiske valutaeksponeringen til aksjeinvesteringer vanskelig å avdekke. Det er ikke gitt at den faktiske valutaeksponeringen en oppnår i et lands aksjemarked svarer til landets valuta.

Om referanseindeksen for aksjer skriver Norges Bank:

«Det er etter vår vurdering mye som taler for at referanseporteføljen for egenkapitalinvesteringene i utgangspunktet bør være markedsvektet. En strategi formulert med utgangspunkt i markedsverdivektene sikrer diversifisering og gir en bred eksponering mot eierskap i produksjonskapasiteten som skaper tilbudet av varer og tjenester på verdensmarkedet og danner grunnlaget for vår fremtidige import.»

I brev til departementet 18. mars 2011 gir Norges Bank en utdypende omtale av referanseindeksen for fondets obligasjonsinvesteringer. Brevet er trykket som vedlegg til denne meldingen. Se også nærmere omtale i kapittel 2.5. Når det gjelder den geografiske fordelingen av referanseindeksen for statsobligasjoner, skriver Norges Bank:

«En markedsvektet indeks for allokeringen til statsobligasjoner vil innebære at fondets eksponering mot land med voksende statsgjeld øker. En bedre tilnærming kan være at porteføljen av statsobligasjoner vektet ut i fra produksjonskapasiteten som skal finansiere statsgjelden.»

Norges Bank anbefaler imidlertid at investeringer i obligasjoner utstedt av foretak følger markedsvekter. Banken skriver:

«Det er ingen direkte sammenheng mellom BNP og selskapers evne til å finansiere sin gjeld. Store strukturelle forskjeller mellom

markedene for selskapsobligasjoner i ulike valutaer betyr at BNP-vekter er lite hensiktsmessig. Alminnelig tilgjengelige indekser for selskapsobligasjoner er basert på et prinsipp om markedsvekting.»

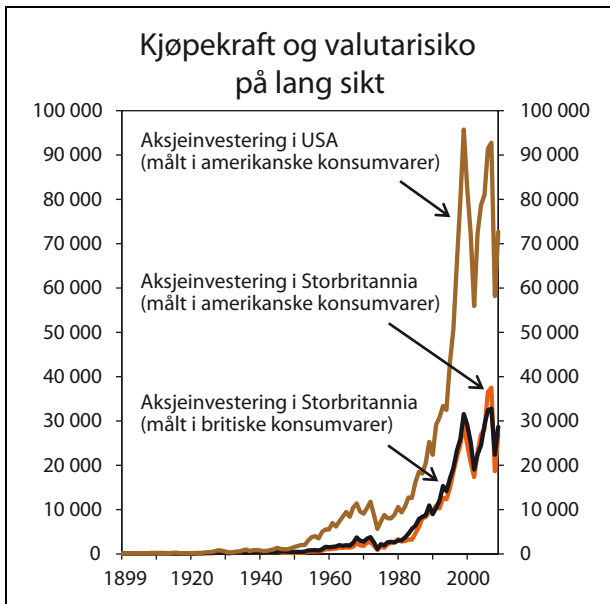
Norges Bank tilrår at referanseindeksen for fondets samlede investeringer i nominelle obligasjoner settes sammen av en kombinasjon av en BNP-vektet indeks for statsobligasjoner og en markedsvektet indeks for foretaksobligasjoner, jf. nærmere omtale i kapittel 2.5. Dette vil endre den geografiske fordelingen og valutasammensetningen til referanseindeksen fra dagens situasjon. Om dette skriver Norges Bank:

«Den største endringen i forhold til dagens indeks er at innslaget av euro i den strategiske referanseindeksen faller. Det kan derfor vurderes å tilordne europeiske valutaer en særskilt justeringsfaktor på om lag 2 i en overgangsperiode. En slik tilnærming vil legge til rette for en fremtidig introduksjon av valutaer som i dag ikke er investerbar i tilstrekkelig omfang og begrense behovet for store porteføljetilpasninger på kort sikt.»

Strategirådets vurderinger

Departementet opprettet i 2010 et nytt strategiråd for SPU, jf. omtalen i kapittel 2.2. I rådets rapport til departementet 26. november 2010 omtales også valutarisikoen i fondet. Strategirådet tar utgangspunkt i at SPU kan ses på som et langsiktig bufferfond som gjør det mulig for Norge å ha et permanent underskudd på handelsbalansen når produksjonen av olje og gass tar slutt. Rådet framhever at fondets langsiktighet gjør det bedre i stand til å tolerere valutarisiko enn kortsiktige investorer. Rådet skriver:

«Dersom kjøpekraftsparitet [...] skulle holde seg ganske godt på lang sikt, ville forventede endringer i relative priser oppveies av motsatte endringer i valutakurser, noe som ville fjerne eller i det minste i stor grad redusere behovet for å styre valutakursrisikoen på lang sikt. Empiriske studier av [kjøpekraftsparitet] fra 90-tallet støtter typisk dette bare i svak grad, og viser store avvik og en langsom konvergering til paritet: typisk på tre til fem år. Imidlertid er det nyere resultater, basert på en dypere forståelse av effekten av de statistiske metodene som er brukt, samt at det brukes nye utforminger av forskningen, som gir større konfidens i tråd



Figur 2.10 Kjøpekraftsutvikling for aksjeinvesteringer i USA og i Storbritannia, målt i amerikanske eller britiske konsumvarer. Indekser 1899 = 100

Akkumulert totalavkastning deflatert med konsumprisindekser.

Kilde: Elroy Dimson, Paul Marsh og Mike Staunton (2002) *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press, og Morningstar

med [kjøpekraftsparitet], særlig når det er snakk om større avvik og [internasjonalt] omsettelige varer (se Ilmanen, 2011). [Dimson, Marsh og Staunton (2010)] rapporterer at for 19 aksjemarkeder i perioden 1900–2010, var avvik fra [kjøpekraftsparitet] beskjedne sammenlignet med variasjon i avkastningen fra aksje- eller obligasjonsmarkedet på tvers av ulike land. Dette tyder på at i et langsiktig perspektiv er sikring av fondets valutakurseksponering av mindre betydning.»

Figur 2.10 illustrerer studien av professorene Dimson, Marsh og Staunton som Strategirådet viser til. Figuren viser at utviklingen i den reelle kjøpekraften til en aksjeinvestering i Storbritannia over tid har vært om lag den samme enten den måles i britiske eller i amerikanske varer. Forskjellen mellom de to – som er et mål på avvik fra internasjonal kjøpekraftsparitet – utgjør investeringens valutarisiko. Til sammenlikning har forskjellen mellom avkastningen i aksjemarkedene i USA og Storbritannia vært betydelig. I et langsiktig perspektiv synes det derfor viktigere å spre risiko gjennom investeringer i flere land enn å unngå valutarisiko.

Strategirådet drøfter også spørsmålet om kortsiktig valutasikring, dvs. sikring av midlertidige

avvik fra internasjonal kjøpekraftsparitet. Rådet peker på en rekke viktige problemstillinger knyttet til hvorvidt fondet kan lykkes med effektiv kortsiktig valutasikring. De trekker bl.a. fram at sikringsbehovet er krevende å anslå, ettersom både fondets gjeldende valutaeksponering og målet (optimal valutaeksponering) er vanskelige å definere. Det gjør fordelene med valutasikring usikre. Rådet påpeker at fordelene med en eventuell valutasikring må vurderes opp mot de økte kostnadene og den ytterligere risikoen dette vil medføre, som f.eks. økt motpartsrisiko knyttet til valutasikringsavtaler. Rådet konkluderer med at:

«Den beste og enkleste løsningen kan være å investere i vekter som ligger nær opp til markeds kapitaliseringen, eller alternativt BNP-baserte vekter.»

2.4.5 Fondets internasjonale målevaluta

Formelt sett er SPU betegnelsen på en konto Finansdepartementet har i Norges Bank. Kontoens saldo settes lik kroneverdien av Norges Banks investeringsportefølje for SPU. Kontoen inngår i Statsregnskapet, og regnskapet for investeringsporteføljen er en integrert del av Norges Banks regnskap. Begge disse regnskapene føres i norske kroner.

Fondets kroneverdi er imidlertid ikke et egnet mål på fondets internasjonale kjøpekraft. Mengden varer og tjenester som kan importeres for verdien i fondet er bare avhengig av valutabeholdningen i fondet, og ikke av hvilken verdi fondet har i norske kroner. Det er derfor nødvendig å benytte en internasjonal valutaenhet som målestokk for utviklingen i fondets internasjonale verdi, både for rapportering av oppnådde resultater og for beslutninger om fondets investeringsstrategi.

Gjeldende praksis består i å beregne utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft i en valutakurv som tilsvarer valutasammensetningen til fondets referanseindeks. I prinsippet kunne det være ønskelig at målestokken for fondets internasjonale kjøpekraft var etablert på et uavhengig grunnlag. Noen nærliggende alternative valutakurver er:

- en kurv basert på importvekter,
- en kurv basert på BNP-vekter, eller
- en kurv lik sammensetningen av Det internasjonale pengefondets spesielle trekkrettigheter («Special Drawing Rights», SDR).

Ettersom fondet i et nasjonalt perspektiv skal finansiere kjøp av varer og tjenester som er produsert internasjonalt, kunne det være ønskelig å benytte et mål på kjøpekraft basert på Norges framtidige importmønster, jf. diskusjonen i avsnitt 2.4.1 og boks 2.6 ovenfor. Det er imidlertid vanskelig å anslå dette mønsteret presist, så ethvert mål vil være en tilnærming.

Det finnes heller ikke noe etablert generelt mål på internasjonal kjøpekraft. SDR er riktignok en veletablert internasjonal valutaenhet, men sammensetningen av denne enheten reflekterer at den skal tjene som reservevaluta for verdens sentralbanker. Med dagens sammensetning framstår SDR som et nokså snevert mål på SPUs internasjonale kjøpekraft.

Ettersom SPUs faktiske portefølje er relativt lik referanseindeksen, innebærer dagens praksis at fondets faktiske valutasammensetning normalt vil være relativt lik valutasammensetningen til fondets målevaluta. Dersom en skulle velge en målevaluta som var vesentlig annerledes, ville det innebære økt *målt* risiko selv om investeringenes faktiske sammensetning var uendret, dvs. med uendret *faktisk* risiko. En slik forskjell i målt risiko skyldes at valutakursbevegelser påvirker verdien av investeringene oppgitt i målevalutaen. Dersom internasjonal kjøpekraftsparitet holder over tid, vil valutarisiko viskes ut. Et skifte av målevaluta fra dagens opplegg ville derfor lett kunne gi inntrykk av at risikoen i fondet er større enn det som synes relevant for en langsiktig investor som SPU.

2.4.6 Departementets vurderinger

Investeringene i SPU gjøres med en svært lang tidshorisont. Handlingsregelen for finanspolitikken innebærer at vi vil kunne trekke på fondet hvert eneste år i all framtid. Over så lang tid vil valutakursene i gjennomsnitt kunne ventes å være nær sine langsiktige likevektsnivåer.

Fondet er eksponert mot mange ulike risikofaktorer, og valutarisiko er én av dem. Fondets aksjeandel på 60 pst. innebærer en betydelig eksponering mot markedsrisiko i verdens aksjemarkeder. I dette perspektivet er valutarisikoen i SPU relativt liten i den forstand at valutarisiko vil ha mindre betydning for fondets samlede risiko over tid.

Etter departementets syn tyder en ny gjennomgang av relevant forskning på at valutarisikoen i SPU er mindre enn tidligere antatt, og uansett relativt liten. Da synes det ikke lenger å være grunnlag for en så vidt sterk konsentrasjon av investeringene i Europa som fondet har i dag. Ver-

dens produksjonskapasitet og verdipapirmarkeder befinner seg i større og økende grad i andre deler av verden. Over tid bør derfor andelen av fondet som er investert i Europa reduseres, til fordel for større andeler i resten av verden.

Slike endringer i fondets geografiske sammensetning må foretas over tid. Det er ikke aktuelt med store og brå skift i sammensetningen av fondets investeringer. Tilførselen som ventes til fondet i årene som kommer gjør at store deler av endringene vil kunne gjøres gjennom valget av nye investeringer, dvs. uten nedsalg.

Ettersom andelen framvoksende markeder er mindre i Europa enn i resten av verden, vil en omfordeling fra Europa til resten av verden føre til at andelen av fondet som er investert i framvoksende markeder samlet sett øker. Også andre utviklingstrekk støtter opp under at investeringer i framvoksende markeder etterhvert vil utgjøre en stadig større andel av SPUs samlede aksjeforfølje. Departementet mener at flere forhold gir grunn til å vurdere om fondets investeringer i framvoksende markeder faktisk bør øke mer enn det som følger av utviklingen i markedenes størrelse og en nedvektning av Europa.

Det bør vurderes om ordningen med regionvekter fortsatt er hensiktsmessig. Aktuelle utgangspunkt for en ny geografisk fordeling er markedsvekter for aksjeforføljen og BNP-vekter for obligasjonsporteføljen, men andre hensyn må også tas for å sikre at fordelingen maksimerer fondets internasjonale kjøpekraft innenfor moderat risiko.

Departementet vil arbeide videre med fastsettelsen av ny geografisk fordeling. Det legges til grunn at endringer med vesentlig betydning for fondets risiko og forventede avkastning vil bli lagt fram for Stortinget før de gjennomføres. Det kan samtidig være aktuelt å begynne å gjennomføre endringer i tråd med de vurderingene som er presentert i denne meldingen i løpet av inneværende år. Dette må ses i lys av at tilpasning til ny fordeling uansett vil gjennomføres over tid.

Etter departementets syn kunne det i seg selv være ønskelig at målestokken for fondets internasjonale kjøpekraft var uavhengig av investeringsstrategien. Det er imidlertid ikke klart hvordan en slik målevaluta bør settes sammen, og ethvert mål vil nødvendigvis bli en tilnærming. Et beregningsopplegg som er vesentlig ulikt dagens opplegg vil medføre økt målt risiko, og kunne lett gi inntrykk av at risikoen i fondet hadde økt. På grunn av fondets lange tidshorisont er valutarisikoen i SPU samlet sett relativt liten, og mindre enn tidligere antatt. Da bør en ikke samtidig velge en målevaluta som

lett kan gi inntrykk av økt risiko. Departementet legger derfor opp til å videreføre dagens praksis med å bruke referanseindeksens valutakurv.

En kunne i prinsippet søke å skille fondets valutafordeling fra fondets geografiske fordeling gjennom ulike former for valutasikringsstrategier. I praksis er det imidlertid uklart hvilken valutaeksponering en portefølje av internasjonale verdipapirer har, og hvilken valutaeksponering det er ønskelig at SPU har. Valutasikring innebærer dessuten økte kostnader og motpartsrisiko, og vil øke den operasjonelle kompleksiteten i fondet. Valutasikring må vurderes ut fra sin nytteverdi. På lang sikt kan internasjonal kjøpekraftsparitet ventes å holde rimelig godt, og det er grunn til å hevde at valutarisiko utgjør en relativt liten del av fondets samlede risiko. Det er etter departementets syn derfor ikke grunnlag for å bruke ressurser på langsiktig valutasikring.

2.5 Obligasjonsporteføljen

2.5.1 Innledning

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

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

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

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

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

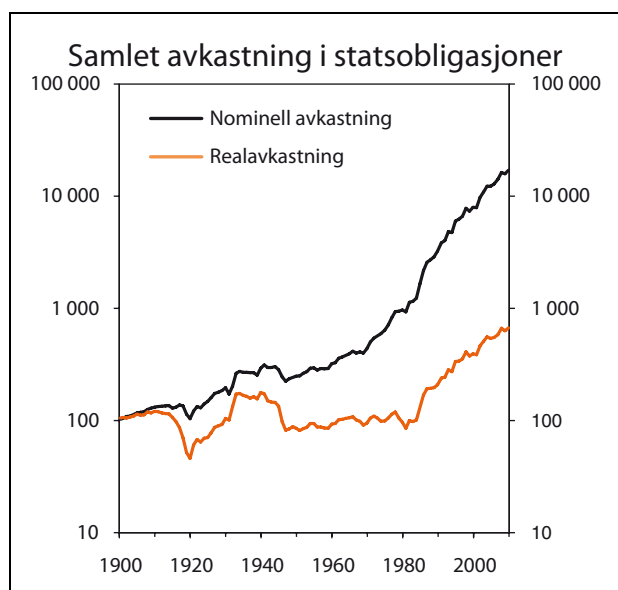
2.5.2 Risiko og avkastning i obligasjonsmarkedet

Avkastningen på en portefølje av obligasjoner er til dels direkteavkastning i form av mottatt kupong (rentebetaling) og dels en følge av verdiendringer i porteføljen. Verdiendringer skyldes blant annet endringer i markedsrentene («renterisiko») og inflasjonsforventninger, endrede utsikter til utsteders evne og vilje til å betjene lånet («kredittrisiko») og endringer i graden av omsettbarehet i annenhåndsmarkedet («likviditetsrisiko»).

Verdien på en obligasjon varierer med rentenivået. De fleste obligasjoner gir rett til en bestemt rentebetaling (kupong) som er fast i hele løpetiden til obligasjonen. Når det generelle rentenivået faller, vil investorer alt annet like være villige til å betale mer for en gitt strøm av framtidige kupongbetalinger. Verdien av en obligasjon vil derfor stige når det generelle rentenivået faller. Motsatt vil obligasjonskursene falle ved et stigende rentenivå.

Følsomheten for variasjon i rentenivået måles gjerne med begrepet durasjon. Durasjon forteller hvilken prosentvis verdiendring en obligasjon har når rentenivået endrer seg med ett prosentpoeng. En obligasjonsportefølje med lang rentebindingstid, og dermed lang durasjon, vil være mer følsom overfor renteendringer enn obligasjoner med kort rentebindingstid.

For obligasjoner med fast rente og et på forhånd avtalt forfallstidspunkt vil investor vite sikkert hvilke kontantstrømmer han vil motta fra investeringen, så lenge den som har utstedt obligasjonen overholder sine forpliktelser. Det investoren ikke vet, er hva verdien av disse utbetalingene vil være justert for inflasjon. Avkastningen justert for inflasjon kalles realavkastning og viser utviklingen i hva investor kan få kjøpt av varer og tjenester for den investerte kapitalen. Inflasjon utgjør derfor en risiko for kjøpekraften til kapitalen som er investert i nominelle obligasjoner.



Figur 2.11 Samlet avkastning i globale statsobligasjoner i perioden 1900-2010 målt i USD. Nominell avkastning og realavkastning. Indekser 1900 = 100. Logaritmisk skala

Kilde: Elroy Dimson, Paul Marsh og Mike Staunton (2002) *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press og Morningstar

Det finnes obligasjoner som ikke er følsomme for utviklingen i inflasjon, såkalte realrenteobligasjoner. For disse obligasjonene er utbetalingene til investor et fast avtalt beløp pluss et beløp som følger utviklingen i en inflasjonsindeks. Markedet for realobligasjoner utgjør imidlertid bare en liten andel av verdens obligasjonsmarked.

Figur 2.11 viser historisk avkastning i en global portefølje av nominelle statsobligasjoner siden 1900, før og etter inflasjon. I gjennomsnitt har avkastningen vært 4,7 pst. årlig de siste 110 årene (målt i amerikanske dollar). Korrigert for inflasjon har avkastningen vært 1,7 pst. (målt i amerikanske dollar).

Utviklingen siden 1900 viser at obligasjonsinvesteringer ikke har vært risikofrie for en investor som ønsker en høyest mulig kjøpekraft av sin kapital. Perioden er preget av tre perioder med overraskende høy inflasjon, etter første og annen verdenskrig og under oljekrisen på 1970-tallet. De første 85 årene av denne perioden var realavkastningen i gjennomsnitt null. De siste 25 årene har imidlertid verdens obligasjonsmarked vært preget av fallende rentenivå, jf. figur 2.15. Fallende rentenivå har gitt kursgevinster for investorene og dermed relativt høy avkastning i historisk målestokk. I perioden 1985-2010 var realavkastningen 5,9 pst. årlig. Rentenivåene er nå så lave at

de ikke kan falle like mye de neste 25 årene. Man kan derfor ikke forvente en tilsvarende periode med store kursgevinster på obligasjoner framover. Avkastningen av obligasjonsinvesteringer de siste 25 årene er derfor ikke representativ for hva man kan forvente i tiden framover.

En global obligasjonsportefølje som SPUs gir eksponering mot flere typer risiko. Samtidig er mange obligasjoner påvirket av samme type risiko. Derfor er det nyttig å diskutere risikoen i en obligasjonsportefølje ved porteføljens eksponering mot ulike risikofaktorer. I SB-rapporten er de ulike risikofaktorene i obligasjonsmarkedet forsøkt identifisert og beskrevet.

Løpetidsrisiko

Løpetidsrisiko er risiko knyttet til å holde en obligasjon med lang løpetid (fastrente i hele perioden) framfor å rullere en investering i obligasjoner med kort løpetid (flytende rente i samme periode). Ved å holde en obligasjon med fast rente i hele perioden må investor bære en risiko for uventede endringer i realrenter og inflasjon. Løpetidspremien (terminpremien) er en kompensasjon knyttet til å bære denne risikoen. I rapporten fra SB vises det at endringer i løpetidspremien typisk forklarer 95 pst. av svingningene i avkastningen av en bredt sammensatt obligasjonsportefølje.

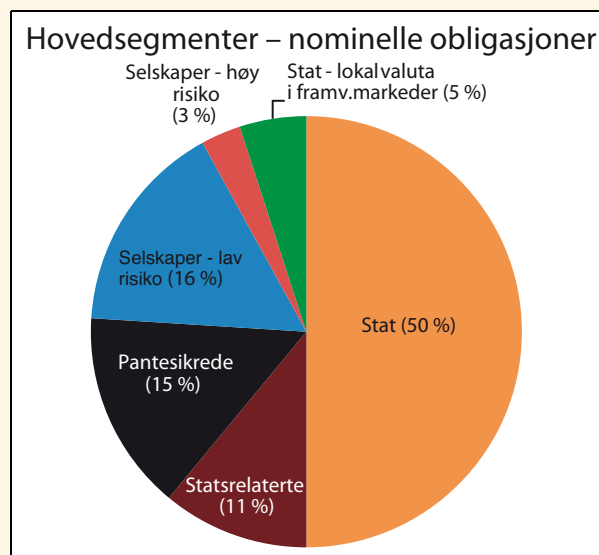
I utgangspunktet er det rimelig å anta at løpetidspremien er positiv. Grunnen til dette er at obligasjonsinvestorer normalt vil kreve høyere rente som kompensasjon for renterisikoen knyttet til å binde renten over lang tid. SB-rapporten viser at løpetidspremien var svakt positiv gjennom det forrige århundret (gjennomsnittlig 0,7 prosentpoeng i USA og 1,0 prosentpoeng i Storbritannia). Løpetidspremien varierte imidlertid så mye at det statistisk sett ikke er grunnlag for noen entydig støtte til forventninger om en positiv løpetidspremie. En forklaring på den lave gjennomsnittlige løpetidspremien kan være stor etterspørsel etter lange obligasjoner fra institusjonelle investorer med langsiktige forpliktelser, som for eksempel pensjonsfond. For slike investorer vil lange obligasjoner kunne redusere samlet risiko, ettersom verdien av pensjonsforpliktelser og obligasjonsinvesteringer vil bevege seg i samme retning når rentenivået endrer seg.

Forskerne Cochrane og Piazzesi med flere viser i to studier av markedet for amerikanske statsobligasjoner at løpetidspremien er svakt positiv, men at den er tidsvarierende. Ifølge forskerne tyder historisk avkastning på at det er mulig å for-

Boks 2.8 Nærmere om obligasjonsmarkedet

En obligasjon er et omsettelig lån med en løpetid på mer enn ett år. Obligasjonsutsteder (låntaker) kan for eksempel være offentlige myndigheter, banker eller andre store private foretak. Obligasjonen innfris av utsteder ved forfall, og i perioden fra utstedelse til forfall betaler utsteder en rente til eier av obligasjonen (såkalt kupong). De fleste obligasjoner er basert på fast nominell rente, dvs. at kupongen er et på forhånd bestemt beløp, men obligasjoner finnes i flere varianter, blant annet med flytende rente, uten kupong eller med løpende nedbetaling. Mange obligasjoner har knyttet til seg ulike former for sikkerhetsstillelser (pant) og valgmuligheter (opsjoner), som for eksempel retten til å nedbetale lånet tidligere enn forfallstidspunktet. Et obligasjonslån handles i førstehåndsmarkedet ved at en låntaker utsteder obligasjoner som kjøpes av mange investorer. Obligasjoner er fritt omsettelige, dvs. at investorer kjøper og selger obligasjoner seg imellom (annenhandsmarkedet).

Figur 2.12 viser fordelingen av nominell obligasjonsgjeld på hovedsegmenter. Tallene dekker ikke hele obligasjonsmarkedet, men gir et godt bilde av investeringsmulighetene for en institusjonell investor.



Figur 2.12 Hovedsegmentene i verdensmarkedet for nominelle obligasjoner. Fordeling pr. 30.9.2010

Kilde: Norges Bank

Statsobligasjoner

Statsobligasjoner i utviklede markeder er det dominerende segmentet både blant realrenteobligasjoner (nær 100 pst. av markedet) og nominelle obligasjoner (50 pst. av markedet).

Markedet for statsobligasjoner er dominert av noen få valutaer. Ifølge Norges Bank er nær 95 pst. av nominelle statsobligasjoner i utviklede markeder utstedt i japanske yen, amerikanske dollar, euro eller britiske pund.

Statsobligasjoner utstedt i lokal valuta av stater i framvoksende markeder utgjør om lag 5 pst. av markedet for nominelle obligasjoner.

Statsrelaterte obligasjoner

Det er vanlig å avgrense segmentet statsobligasjoner («treasury») til kun å omfatte statsobligasjoner som er utstedt i statens egen valuta. Sektoren statsrelaterte obligasjoner («government related») inneholder blant annet statsobligasjoner som er utstedt i et annet lands valuta, obligasjoner utstedt av kommuner og annen offentlig sektor, obligasjoner utstedt av foretak som er delvis eid av, eller mottar støtte fra, offentlig sektor og obligasjoner utstedt av multilaterale institusjoner som Verdensbanken.

Pantesikrede obligasjoner

Ulike typer av pantesikrede obligasjoner utgjør 15 pst. av markedet for nominelle obligasjoner. Slike obligasjoner er i all hovedsak utstedt av finansinstitusjoner med pantesikkerhet i en portefølje av underliggende lån, hvorav boliglån er det mest vanlige. I USA er markedet for pantesikrede obligasjoner nesten like stort som markedet for statsobligasjoner. I Europa er obligasjoner med pantesikkerhet («covered bonds») et stort marked i flere land, men fortsatt relativt lite i forhold til markedet for statsobligasjoner.

Selskapsobligasjoner med god kredittkvalitet («investment grade»)

Markedet for selskapsobligasjoner med god kredittkvalitet, såkalt «investment grade», er om lag like stort som markedet for pantesikrede lån.

Boks 2.8 (forts.)

USA er det største, mest likvide og velfungerende markedet for slike obligasjoner. Det europeiske markedet for selskapsobligasjoner er i vekst og utgjør nå en vesentlig del av investeringsmulighetene i land som for eksempel Frankrike og Nederland. Det er imidlertid store forskjeller mellom de europeiske landene. Markedet for selskapsobligasjoner i Frankrike er om lag tre ganger så stort som tilsvarende marked i Tyskland, hvor private bedrifter i større grad benytter banklån som finansieringskilde.

Selskapsobligasjoner med høy kredittrisiko («high yield»)

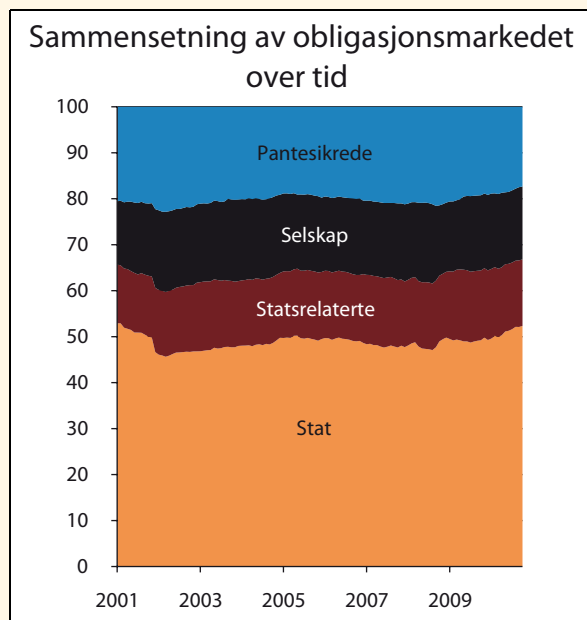
Selskapsobligasjoner med høy kredittrisiko utgjør 3 pst. av markedet for nominelle obligasjoner og domineres av obligasjoner utstedt i amerikanske dollar. Slike obligasjoner er i dag ikke del av referanseindeksen til SPU, men Norges Bank kan investere i dem innenfor en ramme på 3 pst. av obligasjonsporteføljen. Dette sikrer blant annet at banken ikke tvinges til å selge obligasjoner straks de eventuelt nedgraderes og faller under grensen for såkalt «investment grade».

Barclays Global Aggregate er en global indeks for nominelle obligasjoner med god kredittkvalitet («investment grade»). Indeksen er satt sammen basert på markeds kapitalvekter. Det betyr at hvert lån har en vekt i indeksen tilsvarende lånets andel av det samlede obligasjonsmarkedet. Total markedsverdi i indeksen utgjør om lag 210 000 mrd. kroner. Analyser av utviklingen i indeksen Barclays Global Aggregate gir derfor en god indikasjon på den generelle utviklingen i obligasjonsmarkedet.

Figur 2.13 viser at de fire segmentene stat, statsrelatert, selskap og pantelikret har vokst i tilnærmet samme takt de siste ti årene. Det er imidlertid verdt å merke seg at statsobligasjonenes relative andel har steget med to prosentpoeng siden begynnelsen av finanskrisen i 2007.

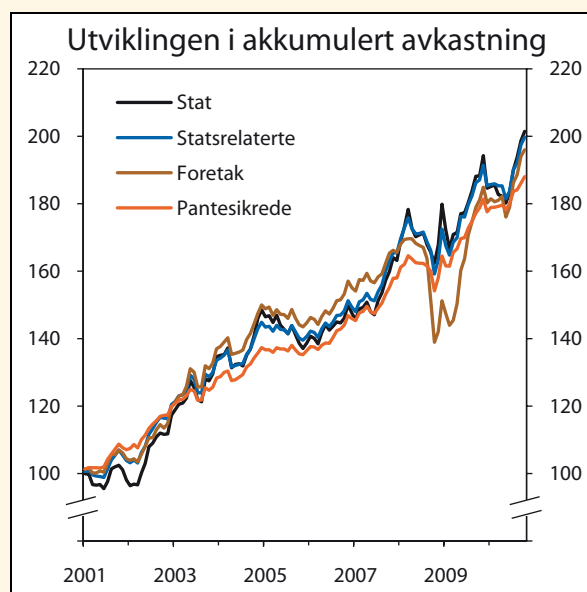
Som vist i figur 2.14 har det vært små avvik i total akkumulert avkastning til de ulike segmentene i perioden 2001-2010. Bildet blir mer nyanisert når en ser på delperioder. I løpet av de første sju årene oppnådde selskapsobligasjoner høyest akkumulert avkastning, men store tap i 2008 førte til at selskapsobligasjoner hadde lavest akkumulert avkastning ved inngangen til 2009. De siste to

årene har selskapsobligasjoner igjen hatt klart høyest avkastning av alle segmentene.



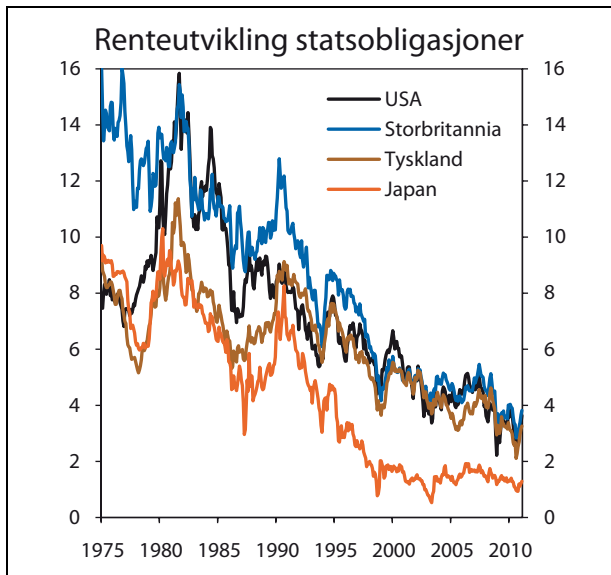
Figur 2.13 Sammensetningen av indeksen Barclays Global Aggregate. Prosent

Kilde: Barclays



Figur 2.14 Utviklingen i akkumulert avkastning for hvert segment i indeksen Barclays Global Aggregate. Indeksverdi 1.1.2001 = 100

Kilde: Barclays



Figur 2.15 Renten på statsobligasjoner med 10 år til forfall. Prosent

Kilde: EcoWin

utsi når løpetidspremien er positiv og når den er negativ.

Norges Bank skriver at de fleste akademiske bidrag til litteraturen om løpetidspremien tilsier at denne er tidsvarierende. Investorer bør høste tidsvarierende løpetidspremier ved å variere den samlede løpetiden i en obligasjonsportefølje.

Departementet har i sine langsiktige framskrivninger lagt til grunn en gjennomsnittlig løpetidspremie på 0,5 prosentpoeng for SPU's obligasjonsindeks, jf. fjorårets melding.

Kredittrisiko og andre risikofaktorer

Kredittrisiko i obligasjonsmarkedet er risiko for at utsteder går konkurs eller av andre grunner ikke overholder betalingsforpliktelsene overfor långiver. Det gir opphav til en kredittpremie i form av en rente som ligger over renten på tilsvarende obligasjoner med neglisjerbar kredittrisiko, som statsobligasjoner med god kredittkvalitet.

Størrelsen på kredittpremien vil avhenge av kredittkvaliteten til utsteder. Forskning viser at renteforskjellen på obligasjoner med og uten kredittrisiko også påvirkes av andre risikofaktorer enn kreditt, og at det er utfordrende å tallfeste de individuelle bidragene.

Rapporten fra Strategirådet 2010, som er omtalt i kapittel 2.2 i denne meldingen, viser at historisk avkastning støtter forventninger om både en løpetidspremie og en kredittpremie i obligasjonsmarkedet. Rådet skriver samtidig at den

teoretiske begrunnelsen er sterkere for kredittpremien, ettersom obligasjoner med kredittrisiko vil ha redusert omsettelighet og størst tap i såkalte «dårlige tider» som for eksempel finansielle kriser. Strategirådet mener at det understøtter en høyere forventet avkastning enn av statsobligasjoner.

I SB-rapporten er den gjennomsnittlige årlige avkastningen i selskapsobligasjoner med høy kredittrisiko («høyrenteobligasjoner») beregnet til rundt 4 pst. sammenliknet med statsobligasjoner i perioden 1983-2010. Det anslås at om lag halvparten av denne meravkastningen er en kredittpremie, mens andre risikopremier forklarer den gjestående delen av meravkastningen. Disse andre risikopremiene er knyttet til likviditetsrisiko og volatilitetsrisiko (obligasjoners følsomhet overfor uro i aksjemarkedet). Til sammen forklarer disse tre risikofaktorene, sammen med endringer i rentekurven, om lag 60 pst. av variasjonen i avkastningen i amerikanske høyrenteobligasjoner i perioden. Den relative betydningen av hver risikofaktor varierer imidlertid over tid.

Tilsvarende viser SB at om lag 70 pst. av variasjonen i avkastningen av amerikanske selskapsobligasjoner med lav kredittrisiko kan forklares med de samme risikofaktorene i samme periode. Den årlige avkastningen i dette segmentet var rundt 0,4 pst. høyere enn i det amerikanske statsobligasjonsmarkedet.

SB viser at noen obligasjonsinvesteringer kjennetegnes ved stabile, positive, bidrag til avkastning i lange perioder, mens de i enkelte perioder er forbundet med kraftige verdifall. Risiko knyttet til likviditet og volatilitet er eksempler på slike risikofaktorer, sammen med kredittrisiko. Under finanskrisen ga eksponering mot disse faktorene store verdifall.

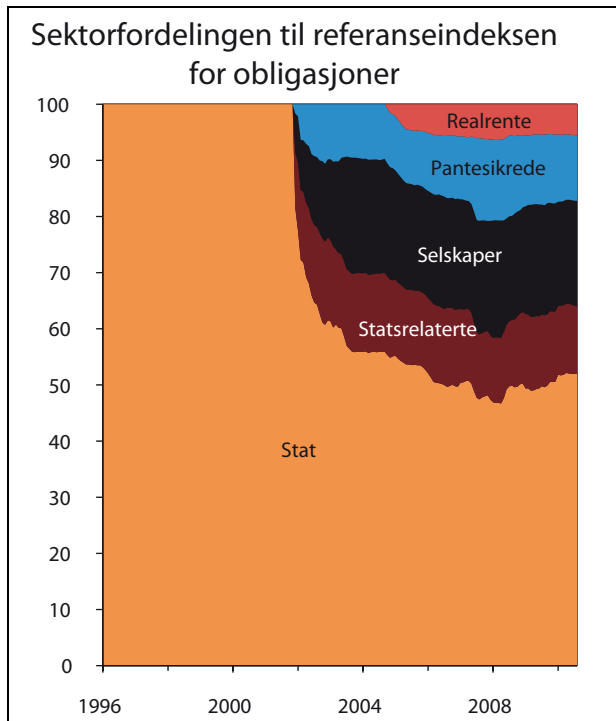
Norges Banks analyser av kredittpremien er hovedsakelig basert på data fra det amerikanske markedet fordi det her finnes lange tidsserier som dekker flere økonomiske sykluser. Historikken viser at investorer har høstet en positiv premie for å investere i selskapsobligasjoner framfor statsobligasjoner selv når en tar hensyn til tap som følge av konkurser. Rentedifferansen mellom fem års amerikanske statsobligasjoner og selskapsobligasjoner med kredittvurderingskarakteren BBB var i gjennomsnitt 2 pst. i perioden 1953-2010. Rentedifferansen har variert mye over tid innenfor intervallet 0-7 pst. Avkastningen ved å ta kredittrisiko har samvariert med avkastningen i aksjemarkedet, men graden av samvariasjon har ikke vært konstant over tid. Rentedifferansen har en tendens til å øke i perioder med sterkt fall i aksjemarkedet. Dette

medfører verditap på selskapsobligasjoner når aksjemarkedet faller sterkt. Når aksjemarkedet stiger kraftig, er det ingen entydig sammenheng med avkastningen til selskapsobligasjoner.

2.5.3 SPU's referanseindeks for obligasjoner

SPUs strategiske referanseindeks for obligasjoner er basert på obligasjonsindeksene Barclays Global Aggregate og Barclays Global Inflation Linked med noen justeringer, jf. nedenfor. Siden etableringen av fondet har referanseindeksen for obligasjonsinvesteringer blitt endret gradvis. Det viktigste utviklingstrekket er at referanseindeksen er blitt utvidet geografisk ved at nye valutaer er inkludert, og ved at flere segmenter av obligasjonsmarkedet er introdusert. Endringene er blitt begrunnet ut i fra ønsket om bred risikospredning og bedre representasjon av investeringsmulighetene.

Referanseindeksen består i dag av obligasjoner utstedt i 11 valutaer som er gruppert i tre regioner: Europa, Amerika/Afrika og Asia/Oceania. De tre regionene har faste vekter på henholdsvis 60, 35 og 5 pst. Grunnlaget for fondets geografiske fordeling og valutafordeling er nærmere



Figur 2.16 Utviklingen i sektorfordelingen til SPU's referanseindeks for obligasjoner. Andeler i prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

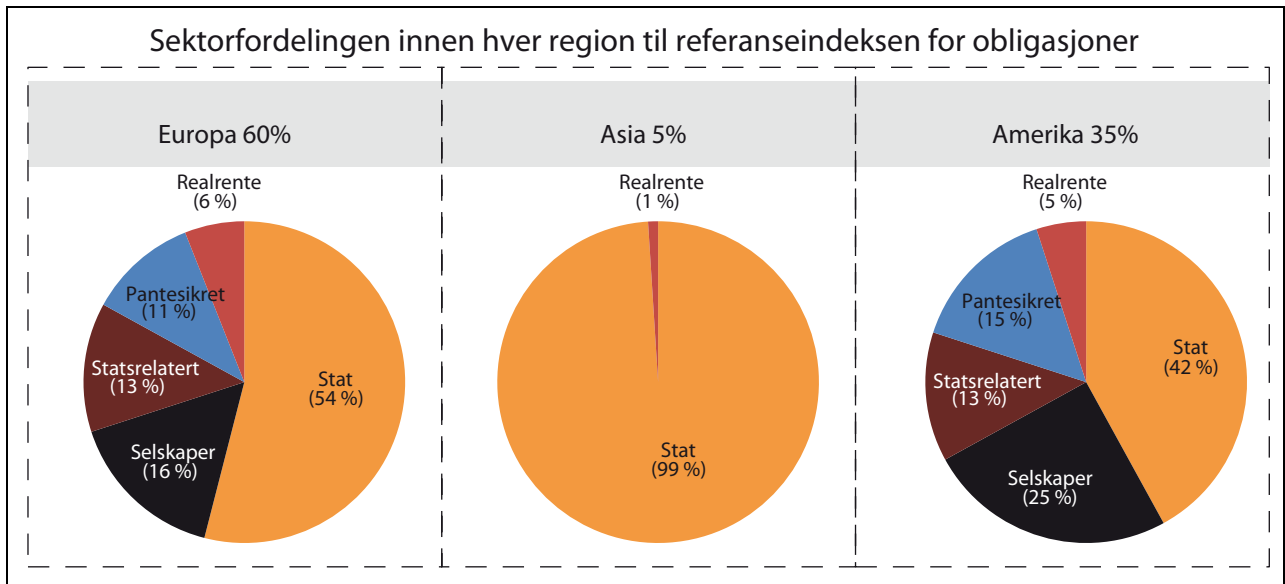
drøftet i kapittel 2.4. Sammenliknet med markedsvektene i obligasjonsindeksen Barclays Global Aggregate innebærer SPU's faste regionvekter en markert nedvekting av obligasjoner utstedt i japanske yen og en oppvekting av europeiske valutaer. Innenfor hver region brukes markedsvekter, med ett unntak som beskrevet nedenfor.

I 2002 ble referanseindeksen utvidet til å omfatte ikke-statsgaranterte obligasjoner, og i 2005 ble realrenteobligasjoner inkludert i referanseindeksen. Figur 2.16 viser utviklingen i sektorfordelingen til referanseindeksen for obligasjoner over tid, og figur 2.17 viser dagens sektorfordeling innen hver region.

I forbindelse med utvidelsen av referanseindeksen i 2002 ble det foretatt en vurdering av konsentrasjonen av kredittrisiko i den delen av obligasjonsporteføljen som er utstedt i amerikanske dollar. Departementet besluttet å avvike fra markedsvekter i denne delen av porteføljen for å begrense utstederspesifikk kredittrisiko knyttet til to store føderale kredittinstitusjoner i USA (Fannie Mae og Freddy Mac), jf. tidligere omtale i Nasjonalbudsjettet 2006 kapittel 3.5 og i Meld. St. 16 (2007-2008) kapittel 3.2.

Kombinasjonen av faste regionsvekter, en omvekting innen den delen av obligasjonsporteføljen som er utstedt i amerikanske dollar, og en begrensning til kun innenlandske statsobligasjoner i Sveits samt Asia og Oceania, gjør at SPU's referanseindeks for obligasjoner skiller seg en del fra vanlige markedsvektede standardindekser som Barclays Global Aggregate og Barclays Global Inflation Linked.

I analysene til SB er Barclays Global Aggregate brukt som en tilnærming til fondets referanseindeks. Analysene viser at et lite antall risikofaktorer i svært høy grad (92 pst.) forklarer variasjonen i avkastningen av indeksen Barclays Global Aggregate. Endringer i rentekurven forklarer alene mesteparten av variasjonen i avkastningen av statsobligasjoner og en stor andel av variasjonen i avkastningen i de øvrige segmentene av obligasjonsmarkedet. Analysene viser videre at risikopremier og de underliggende risikofaktorene er vanskelige å måle, på grunn av begrenset tilgang til historiske avkastningstall og vanskeligheter med å separere de enkelte premiene. En ytterligere komplikasjon er at risikopremiene synes å variere sterkt over tid. Forfatterne foreslår at en undersøker nærmere hvorvidt en kan oppnå bedre estimater med data basert på hyppigere observasjoner enn en gang i måneden.



Figur 2.17 Sammensetningen av SPUs referanseindeks for obligasjoner innen hver region pr. 31.1.2011. Andeler i prosent

Kilde: Norges Bank

2.5.4 Obligasjoners rolle i SPUs samlede portefølje

Sammensetningen av SPUs obligasjonsinvesteringer bør bygge på vurderinger av hvilken rolle disse investeringene skal ha for fondet samlet sett.

Generelt kan det pekes på tre ulike roller for obligasjonsporteføljer. Dette er utdypet nedenfor.

Obligasjoner reduserer svingningene i samlet fondsavkastning

Departementet gjennomgikk forventet risiko og realavkastning knyttet til obligasjoner og aksjer i Meld. St. 10 (2009-2010). I de langsiktige framskrivningene er årlig risiko (volatilitet) anslått til 6 pst. for obligasjoner med høy kredittkvalitet, mot 16 pst. for aksjer. Til gjengjeld er forventet årlig realavkastning lavere for obligasjoner (2,7 pst., mot 5 pst. for aksjer).

Avkastningen på en portefølje med både obligasjoner og aksjer forventes å svinge vesentlig mindre enn avkastningen på en ren aksjeportefølje. Det skyldes både at obligasjonsavkastningen varierer mindre enn avkastningen på aksjer, spesielt på kort og mellomlang sikt, og at avkastningen på aksjer og obligasjoner ikke svinger i takt.

Modellberegninger viser at bytteforholdet mellom årlig avkastning og risiko bedres ved å spre investeringene på flere eiendeler enn aksjer (diversifisering). Slik risikospredning kan også oppnås gjennom andre aktivaklasser, som for

eksempel eiendom og alternative investeringer. Disse markedene er imidlertid mindre likvide, og mindre i størrelse, enn obligasjonsmarkedet.

Obligasjoners evne til å dempe risiko i en portefølje av mer risikable aktiva har særlig kommet til sin rett i perioder med uro eller kriser i finansmarkedene, da dype og velfungerende statsobligasjonsmarkeder, spesielt det amerikanske, har vært sett på som en «trygg havn» for investorer. Dette var senest tilfellet i en periode under finanskrisen, da dramatiske fall i aksjemarkedene sammenfalt med uvanlig høy avkastning i det amerikanske statsobligasjonsmarkedet.

Nominelle obligasjoner har imidlertid ikke like gunstige diversifiseringsegenskaper i perioder med uventet høy og varierende inflasjon. Under slike forhold vil avkastningen på aksjer og (nominelle) obligasjoner svinge mer i takt, samtidig som obligasjonsavkastningen faller. I perioder med deflasjon, derimot, vil nominelle obligasjoner gjøre det godt i forhold til aksjer og andre aktivaklasser.

Obligasjoner bidrar med likviditet

En obligasjonsportefølje gir kontantstrømmer i form av kuponger og obligasjonslån som forfaller. Disse kontantstrømmene er forutsigbare i den forstand at de er kontraktfestet. Kontantstrømmene fra obligasjoner med høy kredittrisiko er naturligvis mer usikre.

For noen investorer, spesielt pensjonsfond og forsikringsselskaper, er forutsigbare kontant-

strømmer av stor verdi, da de kan tilpasses finansielle forpliktelser. For SPU er forutsigbare kontantstrømmer ikke like viktig, ettersom fondet ikke har særskilte løpende forpliktelser, jf. omtalen i kapittel 2.2 og kapittel 6.

I forvaltningen av fondet er det lagt opp til å holde andelen aksjer og obligasjoner nokså fast gjennom perioder med svingende kurser. Det betyr eksempelvis at fondet systematisk vil kjøpe aksjer når markedet faller, slik at aksjeandelen holdes rundt 60 pst. (såkalt rebalansering). Tilgang til løpende likviditet gjør det lettere å gjennomføre denne typen rebalanseringer.

Obligasjoner med høy kredittkvalitet er ofte lett omsettelige. Dette gjelder særlig for statsobligasjoner. Slike obligasjoner utgjør derfor en likviditetsreserve for SPU som blant annet kan brukes til å gjennomføre rebalanseringer.

Obligasjoner gir eksponering mot risikofaktorer

Obligasjonsinvesteringer gir eksponering mot ulike kilder til systematisk risiko, jf. omtalen ovenfor, og kan derfor være en kilde til avkastning.

2.5.5 Råd fra SB og Norges Bank

Rapporten fra Schaefer og Behrens inneholder ikke konkrete råd om hvilken referanseindeks departementet bør velge. Etter deres syn er dagens referanseindeks basert på en veldiversifisert indeks med lav eksponering mot kreditt risiko og i rimelig grad likvid. Reglene for inkludering og ekskludering av obligasjoner tilsier etter forfatterens syn at den langt på vei er investerbar. Dette er egenskaper som har verdi for SPU. Samtidig peker SB på at indeksens eksponering mot renterisiko og kreditt ikke nødvendigvis er optimal, eller hensiktsmessig for fondet.

SB mener at obligasjonsporteføljen bør deles i to eller flere porteføljer, tilpasset ulike formål. Mens en del av porteføljen (kjerneporteføljen) bør rendyrkes som risikodempende investeringer, er det hensiktsmessig at det etableres en eller flere tilleggsporteføljer som har som formål å rendyrke eksponering mot hovedgrupper av risikofaktorer som likviditet, kreditt og andre faktorer.

Et klart formål med hver portefølje gjør det lettere å ta stilling til hvor mye kapital som skal plasseres i henholdsvis kjerne- og tilleggsporteføljene.

I kjerneporteføljen ivaretas obligasjonsporteføljens strategiske rolle i forhold til de andre aktivklassene: dempe svigninger og gi likviditet for rebalanseringer. Kjerneporteføljen skal kun inneholde risikofaktorer som er relativt enkle å over-

våke. I praksis vil kjerneporteføljen ha en overvekt av statsobligasjoner med høyeste kredittkvalitet, siden slike obligasjoner både er likvide og har en tendens til å stige i verdi i krisetider. I følge SB kan kjerneporteføljen også inkludere selskapsobligasjoner med høyeste kredittkvalitet, siden disse bidrar til økt risikospredning og kun i svært begrenset omfang har eksponering mot skjevfordelte risikofaktorer.

Eksponering mot skjevfordelte risikofaktorer bør ifølge SB kun skje i en eller flere tilleggsporteføljer som separeres fra kjerneporteføljen. Ved å etablere en særskilt portefølje for hver hovedgruppe av skjevfordelte risikofaktorer, vil risikoeksponeringen bli mer transparent og håndterbar.

I tråd med denne oppdelingen foreslår SB også at Norges Banks mandat for forvaltningen av SPUs obligasjonsinvesteringer bør skille mellom mandat for indeksering og mandat for risikotaking. Incentivene til forvalterne bør være i samsvar med de ulike målene for slike mandat: enten å indeksere en portefølje hvor målet er minst mulig avvik fra indeksen, eller å bygge opp en spesifikke risikoeksponering innenfor et klart definert regelverk hvor målet er høyest mulig (risikojustert) avkastning.

Figur 2.18 illustrerer en modell hvor det etableres et begrenset antall særskilte porteføljer hvor formålet med hver portefølje er å maksimere avkastning innenfor særskilte rammer. Tilleggsporteføljen bør ifølge SB forvaltes med utgangspunkt i et totalavkastningskrav, siden det vil være vanskelig å definere referanseindekser for tilleggsporteføljene.

SB framhever følgende fordeler ved å innføre en slik porteføljestruktur:

- Økt transparens, klare ansvarsforhold og bedre insentivstruktur.
- Redusert mulighet for overraskende verditap.
- Bedre risikojustert avkastning.

Det argumenteres for at overvåking av avkastning og risiko særskilt for hver delportefølje (kjerneporteføljen og de særskilte porteføljene) gir bedre oppfølging. Mandat og insentivstruktur for kjerne- og tilleggsporteføljen kan utformes i tråd med formålene til de respektive porteføljene.

Ved at departementet fordeler fondets renteinvesteringer på en kjerneportefølje, som har som hovedformål å dempe risikoen i fondet og tilføre likviditet, og en egen portefølje som har som formål å høste risikopremier, mener forfatterne at det vil bli lettere å identifisere og kommunisere risikoen i obligasjonsporteføljen. Dermed er det lettere å forankre risikotakingen hos eierne av

fondet. Forfatterne mener også at en slik porteføljestruktur vil gi et bedre rammeverk for å analysere hvilke risikofaktorer det kan være lønnsomt å ta eksponering mot på lang sikt. Slike analyser skaper en «konkurransen» mellom skjevfordelte risikofaktorer hvor det bare opprettholdes eksponering mot de faktorene som er mest lønnsomme. På sikt vil dette etter forfatternes syn kunne bidra til økt risikoustjert avkastning for fondet.

Norges Banks anbefaling

I brev fra Norges Bank til departementet 18. mars 2011 har banken gitt råd om referanseindeksen for fondets obligasjonsinvesteringer. Bankens utgangspunkt er at referanseindeksen for obligasjoner bør fungere som en langsiktig målestokk for den operative forvaltningen og ta utgangspunkt i ledende, lett tilgjengelige indekser for å sikre størst mulig åpenhet og transparens.

I likhet med SB peker banken på at avkastnings- og risikoegenskapene ved en bredt sammensatt markedsportefølje av obligasjoner kan gjenskapes gjennom et begrenset antall obligasjoner og få utstedere, jf. beskrivelsen i avsnitt 2.5.2. Indeksforvaltning av en markedsvektet obligasjonsportefølje vil derfor være unødvendig kompleks å gjennomføre.

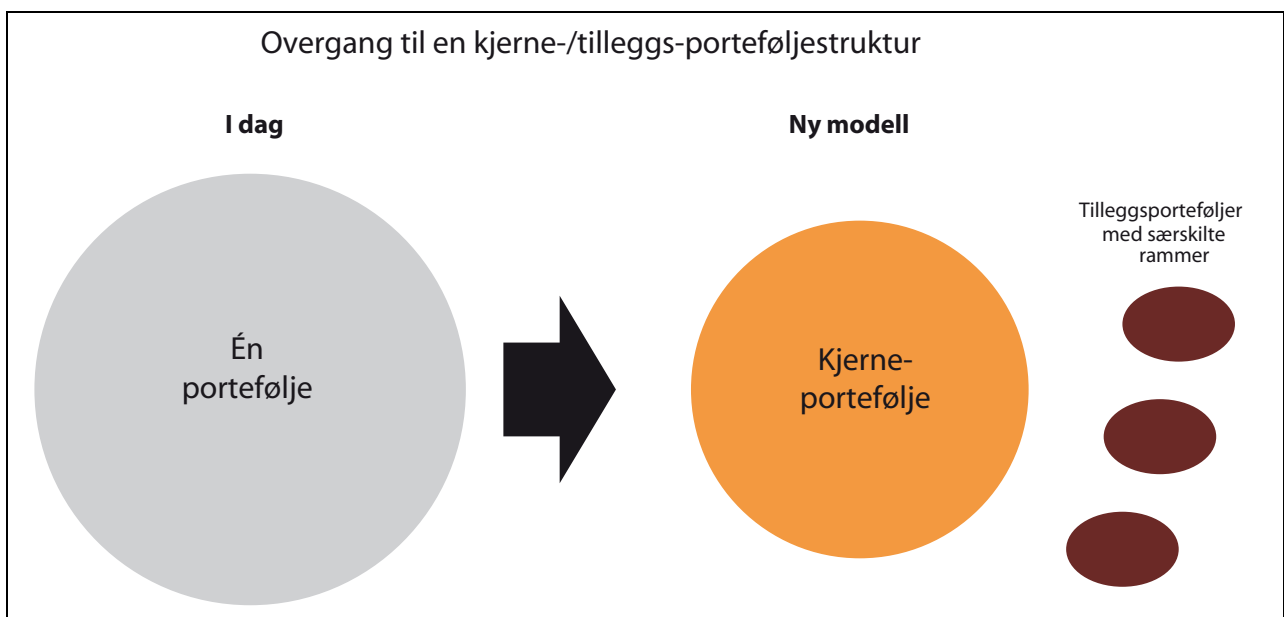
Banken peker på at risikoegenskapene ved fondets referanseindeks for obligasjoner har endret seg over tid og at strukturelle endringer,

blant annet i kapitaliseringen av banker, vil påvirke sammensetningen av den strategiske referanseindeksen på en måte som ikke nødvendigvis ivaretar forvaltningens langsiktige mål. Forvaltningen av fondet bør derfor ikke automatisk tilpasses slike endringer i markedsvektede referanseindekser.

Banken mener at den strategiske referanseindeksen ikke kan gjenspeile all risiko som fondet bør være eksponert mot til enhver tid og at slike vurderinger må baseres på skjønn og være en del av den operative forvaltningen. Norges Bank vil derfor etablere en operativ referanseportefølje.

Den operative referanseporteføljen er ment å gi en tilpasning til strukturelle endringer i markedet og adressere tekniske svakheter ved den strategiske referanseindeksen. I utformingen av den operative referanseporteføljen vil banken også justere hvilken vekt ulike obligasjoner skal ha i porteføljen gjennom å etablere regler for eksponering mot enkeltutstedere, særskilte sektorer eller typer av obligasjoner.

Banken skriver videre at deres analyser av systematiske risikofaktorer viser at både kreditt- og løpetidspremien har variert til dels mye over tid. Dette er i tråd med analysene av systematiske risikofaktorer i SB-rapporten. Siden SPU har en lang investeringshorisont og stor risikobærende evne, bør fondet variere eksponeringen mot ulike risikofaktorer over tid. Ifølge banken bør slike tilpasninger foretas av Norges Bank og ikke av departe-



Figur 2.18 Illustrasjon av overgangen til en struktur med kjerne- og tilleggsporteføljer

Kilde: Schaefer og Behrens (2011)

mentet. Banken vil i utformingen av den operative referanseporteføljen og interne forvaltningsstrategier legge til rette for en slik variabel eksponering mot ulike risikofaktorer. I den operative forvaltningen av fondet vil banken ta beslutninger om avvik fra departementets referanseindeks basert på forventet utviklingen i risikopremier i markedet.

Dette innebærer at den operative referanseporteføljens løpetid og innslag av kredittrisiko vil variere betydelig over tid og avvike fra den strategiske referanseindeksen. Banken skriver at avvikene vil kunne være større, ha en annen karakter og et annet tidsperspektiv enn hva som normalt vil falle inn under såkalt aktiv forvaltning. Den operative referanseporteføljen etableres innenfor dagens rammer for aktiv forvaltning og skal være et verktøy for å kommunisere hvilke tilpasninger banken gjør i forvaltningen av obligasjonsinvesteringene innenfor rammen av forvaltningsmandatet.

Banken har analysert hvordan de ulike hovedsegmentene statsobligasjoner, selskapsobligasjoner og pantsikrede obligasjoner ivaretar de strategiske målene for aktivaklassen.

Banken skriver blant annet følgende om statsobligasjoner:

«Statspapirer med høy kredittkvalitet kan redusere risikoen i porteføljen særlig i perioder med økonomiske tilbakeslag og i perioder med økende risikoaversjon i markedene. Slike investeringer vil også normalt være likvide.»

Ifølge banken øker samvariasjonen mellom de ulike statsobligasjonsmarkedene i perioder med fallende økonomisk aktivitet (resesjon). Dersom det oppstår tvil om en stats evne til å betjene sin statsgjeld («sovereign risk»), vil likviditeten i markedet for de berørte statsobligasjonene kunne avta betraktelig.

For å analysere egenskapene til selskapsobligasjoner i et porteføljeperspektiv, benytter Norges Bank en simuleringsmodell med konstante aksje- og obligasjonsandeler på henholdsvis 60 pst. og 40 pst. Det foretas en rekke simuleringer med ulike kombinasjoner av stats- og selskapsobligasjoner innenfor obligasjonsandelen. Simuleringene viser at det er fordelaktig å inkludere selskapsobligasjoner med god kredittkvalitet fordi det bedrer forholdet mellom risiko og avkastning i totalporteføljen. Selskapsobligasjoner med god kredittkvalitet har særlig bedret forholdet mellom avkastning og risiko i porteføljen i oppgangstider. I nedgangstider er effekten motsatt. Simuleringer

med selskapsobligasjoner med høy kredittrisiko viser at disse i de fleste tilfeller har en negativ effekt på porteføljeegenskapene, og de bør derfor ikke inngå i den strategiske referanseindeksen. I brevet konkluderer banken som følger:

«Selskapsobligasjoner øker den forventede avkastningen men øker samtidig aktivaklassens samvariasjon med egenkapitalinstrumenter, fremfor alt i perioder med kraftige fall i aksjemarkedene. Den strategiske referanseindeksen bør derfor etablere et tydelig skille mellom disse to typene av obligasjoner siden de har ulik funksjon i fondets portefølje.»

I analysene av pantsikrede obligasjoner skiller banken mellom amerikanske og europeiske panteobligasjoner. Det amerikanske markedet for panteobligasjonene er dominert av obligasjoner med sikkerhet i boliglån som er garantert av føderale kredittinstitusjoner som Fannie Mae og Freddy Mac. Banken peker blant annet på at løpetiden til disse pantsikrede obligasjonene er usikker. Sistnevnte skyldes egenskaper knyttet til amerikanske boliglån hvor lånetakerne har rett til å refinansiere fastrentelånene. Dette medfører at mange amerikanske panteobligasjoner blir tilbakebetalt helt eller delvis når rentenivået faller. De får derfor ikke samme verdistigning som andre obligasjoner når markedsrentene faller. Dette segmentet av markedet synes derfor mindre egnet til å dempe verdifall i en portefølje med 60 pst. aksjer.

Europeiske panteobligasjoner utstedes i hovedsak av banker med sikkerhet i boliglån eller lån til offentlig sektor. Det er ingen usikkerhet knyttet til deres løpetid. Europeiske panteobligasjoner er derfor mer sammenliknbare med selskapsobligasjoner med høyeste kredittkvalitet enn med amerikanske panteobligasjoner. Norges Bank kommer etter en totalvurdering fram til at europeiske panteobligasjoner ikke bør inngå i referanseindeksen siden deres egenskaper kan dekkes av en blanding av statsobligasjoner og selskapsobligasjoner.

Obligasjoner utstedt i amerikanske dollar utgjør hovedtyngden av segmentet statsrelaterte obligasjoner i indeksen Barclays Global Aggregate. Innenfor statsrelaterte obligasjoner i amerikanske dollar har de to føderale institusjonene Fannie Mae og Freddy Mac en så dominerende posisjon at departementet har definert en nedvektingsregel for slike obligasjoner, jf. omtalen i avsnitt 2.5.3. Norges Bank går ett skritt videre og

foreslår at statsrelaterte obligasjoner ikke lenger bør inngå i den strategiske referanseindeksen.

Norges Bank foreslår en forenkling av dagens referanseindeks ved at noen deler av markedet tas ut. Bankens råd er at referanseindeksen for nominelle obligasjoner settes sammen av 70 pst. statsobligasjoner og 30 pst. selskapsobligasjoner. Selskapsobligasjoner utgjør i dag om lag 20 pst. av den strategiske referanseindeksen for obligasjoner. Isolert sett vil derfor en økning til 30 pst. for denne typen obligasjoner øke kredittrisikoen i porteføljen. På den annen side foreslår banken å ta ut andre deler av markedet (for eksempel pantsikrede obligasjoner) der det også er kredittrisiko. De sektorene som foreslås tatt ut, utgjør i dag 25 pst. av fondets referanseindeks. Den foreslåtte økningen av andelen selskapsobligasjoner forventes derfor ikke å endre samlet kredittrisiko i indeksen vesentlig.

Alminnelig tilgjengelige indekser for selskapsobligasjoner er basert på et prinsipp om markedsvekting. Norges Bank påpeker at en markedsvektet indeks for statsobligasjoner vil innebære at fondets eksponering mot land med voksende statsgjeld øker. En bedre tilnærming kan være at porteføljen av statsobligasjoner vektet ut i fra produksjonskapasiteten som skal finansiere statsgjelden. Indeksen Barclays Global Treasury GDP-weighted er utviklet med sikte på å bruke BNP som vektingskriterium for ulike lands statsobligasjoner. Indeksen finnes i to varianter: BNP-vekting for hvert enkelt land eller BNP-vekting av 10 regioner med markedsvekting innenfor hver region. Norges Bank foreslår at det innenfor euroområdet brukes BNP-vekting på enkeltlandsnivå. Banken peker samtidig på at det ikke er noen direkte sammenheng mellom BNP og selskapers evne til å finansiere sin gjeld. Store strukturelle forskjeller mellom markedene for selskapsobligasjoner i ulike valutaer betyr at BNP-vekter er lite hensiktsmessig i dette segmentet av markedet.

Bankens forslag til ny referanseindeks kan oppsummeres som følger:

- Andelen nominelle obligasjoner i fondets strategiske aktivaallokering bør beregnes som 40 pst. fratrukket nettoverdien av fondets eiendomsinvesteringer og markedsverdien av fondets strategiske referanseindeks for realrenteobligasjoner.
- Den strategiske referanseindeksen for fondets nominelle obligasjoner bør settes sammen med utgangspunkt indeksene Barclays Global Treasury GDP-weighted og Barclays Corporate Bond.

- Allokeringen til statsobligasjoner og selskapsobligasjoner i den strategiske referanseindeksen for nominelle renteinvesteringer settes til henholdsvis 70 pst. og 30 pst. De faktiske vektene rebalanseres til de strategiske vektene månedlig.
- Den strategiske referanseindeksen for statsobligasjoner og selskapsobligasjoner består som i dag av valutaene USD, CAD, EUR, GBP, SEK, DKK, CHF, JPY, AUD, NZD, SGD.

2.5.6 Departementets vurderinger

Norges Banks brev og SB-rapporten er nyttige innspill til departementets arbeid med videreutviklingen av fondets obligasjonsforvaltning.

Banken og SB deler synet på hvilke roller obligasjoner bør spille i fondets strategiske aktivaallokering. Dagens obligasjonsinvesteringer fyller hovedsaklig to roller i forvaltningen av SPU:

- Obligasjonsinvesteringene kan bidra til å bedre bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko i fondet samlet sett. Dette skyldes at verdien på mange obligasjoner – først og fremst utstedt av stater eller foretak med svært god kredittverdighet – i begrenset grad svinger i takt med verdien på fondets aksjeportefølje. Selv om slike obligasjoner har relativt lav forventet avkastning, spiller de en viktig rolle når det gjelder risikospredning. Disse obligasjonene er ofte enkle å omsette og er derfor også en kilde til likviditet. Det kan blant annet gjøre det lettere å opprettholde en fast aksjeandel på 60 pst. over tid.
- Obligasjonsinvesteringene bidrar til å høste risikopremier utover den premien som er knyttet til renterisiko. Dette gjelder særlig risikofaktorene kreditt og likviditet. Den eksterne rapporten viser at disse risikofaktorene er forbundet med lange perioder med små, men stabile, positive bidrag til fondets avkastning, men også perioder med betydelige verdifall.

I Meld. St. 10 (2009-2010) ble det vist at dagens referanseindeks for obligasjonsinvesteringer har dempet svingningene i fondets avkastning og virket som en buffer mot fall i aksjemarkedet. Verdiutviklingen på blant annet selskapsobligasjoner som er eksponert mot risikofaktorene kreditt, likviditet og volatilitet har trukket i motsatt retning, men referanseindeksen inneholder en begrenset eksponering mot disse faktorene.

Analysene til banken og SB tyder imidlertid på at det er rom for forbedringer i dagens referan-

seindeks for obligasjoner. Et viktig hensyn ved en eventuell omlegging av fondets referanseindeks vil være å tydeliggjøre formålet med de ulike delene av obligasjonsinvesteringene. Ved å basere sammensetningen av fondets obligasjonsinvesteringer på ulike avkastnings- og risikoegenskaper, kan obligasjonsinvesteringene bedre tilpasses fondets lange tidshorison, størrelse og likviditetsbehov. Videre vil en slik omlegging kunne gi en bedre identifisering, styring og rapportering av risiko, og bidra til sammenfallende interesser mellom departementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter.

Rapporten fra professorene Ang, Goetzman og Schaefer, som ble omtalt i fjorårets melding om fondet, anbefalte å definere ønsket risikoeksponering for hver risikofaktor, og å inkludere eksponeringen i fondets referanseindeks. Norges Banks brev og SB-rapporten viser at det i praksis ikke er lett å isolere de ulike risikofaktorene i obligasjonsmarkedet. I departementets videre arbeid synes det mer hensiktsmessig å ta utgangspunkt i analyser av hvilken risikoeksponering de ulike segmentene av dagens referanseindeks gir fondet. Dette er i tråd med Strategirådets anbefaling om å videreføre en investeringsstrategi med hovedvekt på fordeling på ulike aktivaklasser framfor å gå over til en faktorbasert tilnærming. Utvidede analyser av systematiske risikofaktorer vil likevel være en viktig del av arbeidet med å videreutvikle investeringsstrategien for fondet, jf. omtalen av slike faktorer i obligasjonsmarkedet ovenfor.

Departementet vil i det videre arbeidet vurdere om referanseindeksen for obligasjoner bør forenkles i tråd med forslaget til Norges Bank. Departementet vil også ta stilling til Norges Banks forslag om å innføre faste vekter mellom stats- og selskapsobligasjoner på henholdsvis 70 pst. og 30 pst. I praksis innebærer bankens forslag at den strategiske referanseindeksen for obligasjoner deles i to, med én andel statsobligasjoner og én andel obligasjoner fra private utstedere. En slik oppdeling med faste vekter og rebalansering vil etter departementets syn kunne gi et innslag av dynamiske regler for allokering til kredittrisiko etter mønster fra dagens regler om rebalansering mellom aksjer og obligasjoner. Dette kan være hensiktsmessig for å utnytte fondets fortrinn gjennom å opptre motsyklisk i markedet. Bankens forslag til oppdeling går ikke like langt som forslaget til SB, ettersom sistnevnte også foreslår endringer i hvilke investeringer som skal være tillatt.

SB mener det vil være hensiktsmessig å dele opp obligasjonsporteføljen for å rendyrke de to identifiserte rollene i henholdsvis en kjerneportefølge og en eller flere tilleggsporføljer. De mener sistnevnte bør bestå av særskilte porteføljer for hver hovedgruppe av skjævfordelte risikofaktorer. SB nevner investeringer i selskapsobligasjoner med høy risiko og obligasjoner utstedt i lokal valuta i framvoksende markeder som eksempler på investeringer som bør isoleres i hver sin tilleggsporfølge.

Departementet er enig i at en slik tilnærming vil gjøre departementets rammeverk bedre rustet til å omfatte investeringer som i dag inngår i investeringsuniverset, men som ikke inngår i departementets strategiske aktivaallokering. Banken har imidlertid hittil i praksis enten ikke benyttet disse investeringsmulighetene (obligasjoner utstedt i lokal valuta i framvoksende markeder) eller kun benyttet dem i liten grad (selskapsobligasjoner med høy risiko).

Behovet for en oppdeling av obligasjonsporteføljen må også ses i lys av allerede gjennomførte tiltak de siste årene. Norges Bank har lagt om forvaltningen av obligasjonsporteføljen. Banken har blant annet sagt opp de fleste eksterne mandater for forvaltning av obligasjonsporteføljen og har trukket tilbake godkjennelsen av en del renteinstrumenter. I tillegg har departementet stilt krav om at banken skal fastsette supplerende risikorammer utover forventet relativ volatilitet. Det stilles også krav til risikospredning av de aktive posisjonene og krav om å styre og måle risikoen på flere måter enn tidligere, jf. nærmere omtale i kapittel 5.2. Dette gjør at risikoen i fondets obligasjonsportefølge er rammet inn på en bedre måte enn tidligere. Det vises også til omtale i Meld. St. 20 (2008-2009) og Meld. St. 10 (2009-2010).

Forslagene om å forenkle referanseindeksen for obligasjoner og eventuell videreutvikling av mandatet i tråd med anbefalingene i SB-rapporten vil etter departementets syn kunne gjennomføres uten vesentlige endringer i forventet avkastning og risiko. Departementet vil vurdere om det er aktuelt å gjennomføre slike endringer i løpet av året. En eventuell større omlegging av forvaltningen av obligasjonsporteføljen vil departementet legge fram for Stortinget før en endelig beslutning tas. Departementet vil gjøre rede for arbeidet med videreutvikling av obligasjonsforvaltningen i neste års melding til Stortinget om forvaltningen av fondet.

3 Investeringsstrategien for SPN

3.1 Innledning

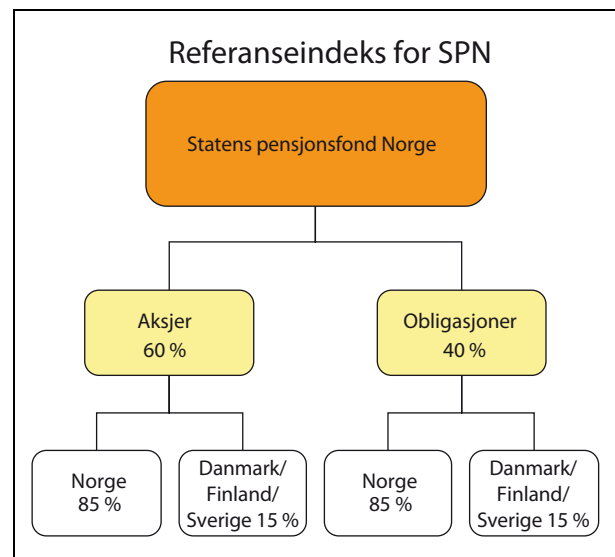
Særtrekk ved fondet og markedsplassen

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

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

Investeringsstrategien

Utgangspunktet for forvaltningen av SPN er fondets investeringsstrategi, slik denne kommer til uttrykk gjennom referanseindeksen som er fastsatt av departementet. Referanseindeksen er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital skal være investert. Indeksen er fordelt på aksjer (60 pst.) og obligasjoner (40 pst.), og på to geografiske regioner, Norge (85 pst.) og Norden (15 pst.), jf. figur 3.1. Departementet har valgt Oslo Børs som leverandør av de to aksjeindeksene, mens Barclays Capital er valgt som leverandør av referanseindeksene for obligasjonsinvesteringene. I mandatet for SPN er



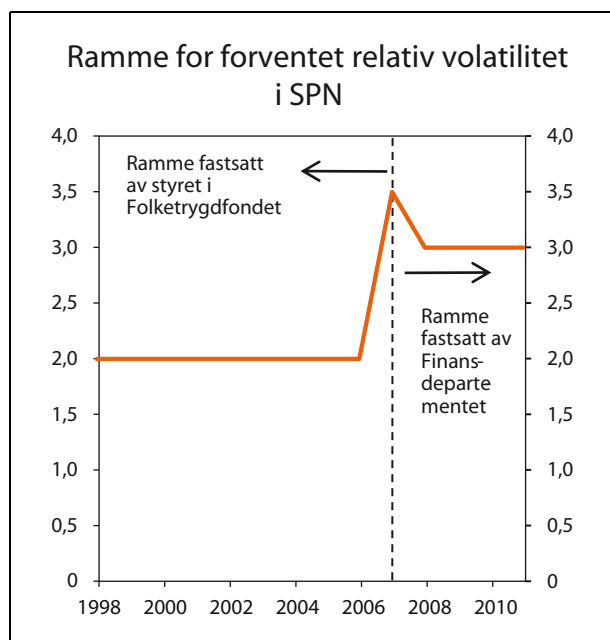
Figur 3.1 Strategisk referanseindeks for SPN

Kilde: Finansdepartementet

det gitt en nærmere beskrivelse av sammensetningen av fondets referanseindeks.

Folketrygdfondet har innenfor visse rammer anledning til å avvike fra referanseindeksen med sikte på å skape meravkastning (aktiv forvaltning). Departementet har i mandatet for SPN satt en ramme for avvik på 3 pst. per år målt ved forventet relativ volatilitet, jf. omtalen i avsnitt 5.2.4. Denne rammen har ligget fast siden 2008, etter at den ble nedjustert fra 3,5 pst. i 2007, jf. figur 3.2. Før omdanningen av Folketrygdfondet til særlovselskap i 2008 ble rammen for forventet relativ volatilitet fastsatt av styret i Folketrygdfondet.

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



Figur 3.2 Ramme for forventet relativ volatilitet i SPN. Prosent

Kilder: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

mindre enn 6 prosentpoeng i 19 av 20 år og mindre enn 9 prosentpoeng i 99 av 100 år.

3.2 Evaluering av aktiv forvaltning i SPN

3.2.1 Bakgrunn

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

Som en del av arbeidet med å vurdere den aktive forvaltningen i SPN har departementet innhentet tre eksterne rapporter. MSCI Barra har på oppdrag fra departementet gjennomført en analyse av resultatene i SPN, mens professor Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole har kommet med vurderinger av grunnlaget for aktiv forvaltning framover. Videre har Folketrygdfondet i brev til departementet utdypet sine tidligere vurderinger av den aktive forvaltningen i SPN og lagt

fram en plan for aktiv forvaltning. De eksterne rapportene er lagt ut på departementets nettside (www.regjeringen.no/spf).

3.2.2 Resultater fra aktiv forvaltning

MSCI Barra har analysert resultatene i den aktive forvaltningen i SPN i perioden januar 1998 – juni 2010. Analysen omfatter fondet totalt og de fire delporteføljene (norske aksjer, nordiske aksjer, norske obligasjoner og nordiske obligasjoner). Metodikken som er benyttet har likhetstrekk med den som ble benyttet ved gjennomgangen av den aktive forvaltningen i SPU i fjor, jf. Meld. St. 10 (2009-2010). Det er blant annet lagt vekt på å undersøke om den oppnådde avkastningen kan knyttes til systematiske risikofaktorer.

Hovedkonklusjonen er at innslaget av aktiv forvaltning i perioden januar 1998 – juni 2010 har vært relativt lite, men at det alt i alt har bidratt til å øke fondets avkastning samtidig som det har bidratt til å redusere risikonivået i fondet. Resultatene viser at en stor del av avkastningen skyldes eksponering mot markedsrisiko.¹ Folketrygdfondets forvaltning av SPN har medført at risikoen i fondet gjennomgående har vært lavere enn det som følger av referanseindeksen. Dette gjelder særlig de to aksjeporteføljene. Resultatet innebærer at den faktiske porteføljen til fondet har hatt en tendens til å svinge litt mindre i verdi enn markedet generelt, altså at fondet tenderer til å gjøre det litt bedre enn markedet når det er svak utvikling i markedet generelt, og litt dårligere enn markedet i perioder med høy avkastning i markedet.

Nedenfor er det gitt en nærmere omtale av resultatene for aksje- og obligasjonsforvaltningen og fondet totalt.

Aksjeforvaltningen

Folketrygdfondets aktive forvaltning av den *norske aksjeporteføljen* har bidratt med en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning (før kostnader) på 1,22 prosentpoeng i perioden januar 1998 – juni 2010. Det oppnådde resultatet vil generelt kunne reflektere dyktighet og/eller tilfældigheter i forvaltningen (såkalt alfa), eller at forvalter har tatt høyere risiko enn det som følger av investeringsstrategien (såkalt beta). MSCI Barra har derfor undersøkt hvorvidt fondets avkastning kan knyt-

¹ Markedsrisiko gir uttrykk for risikoen knyttet til å være eksponert mot den generelle markedsutviklingen. Denne risikofaktoren måles som avkastningen på referanseindeksen fratrukket risikofri rente.

tes til ulike systematiske risikofaktorer. Resultatene viser at hensyntatt slike risikofaktorer, anslås en (risikojustert) meravkastning på 1,72 prosentpoeng.² Resultatene viser for øvrig at svingningene i avkastningen av referanseindeksen forklarer mer enn 97 pst. av variasjonen i avkastningen på den norske aksjeporteføljen. Den generelle markedsutviklingen forklarer dermed nesten all variasjon i porteføljens avkastning.

MSCI Barra har også undersøkt i hvilken grad resultatene i den aktive forvaltningen og eksponeringen mot ulike risikofaktorer har endret seg over tid. Resultatene viser at den norske aksjeporteføljen gjennomgående har vært undervektet mot markedsrisiko og størrelsesfaktoren, mens eksponeringen mot verdifaktoren over tid har variert rundt null. Det pekes samtidig på at eksponeringen mot markedsrisiko ble redusert i forkant av finanskrisen, og at dette kan ha bidratt positivt til resultatene i den aktive forvaltningen i 2008.

I den *nordiske aksjeporteføljen* har aktiv forvaltning i perioden mai 2001 – juni 2010 bidratt med en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 0,26 prosentpoeng, noe som er lavere enn oppnådd meravkastning i den norske aksjeporteføljen. Den nordiske aksjeporteføljen har vært undervektet mot markedsrisiko, samt størrelsesfaktoren og verdifaktoren. Dette bidrar til at den (risikojusterte) meravkastningen øker fra 0,26 til 0,68 prosentpoeng. Nesten all variasjon i avkastningen på den nordiske aksjeporteføljen kan forklares av svingninger i avkastningen på referanseindeksen.

Obligasjonsforvaltningen

I forvaltningen av den *norske obligasjonsporteføljen* er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto mindrevkastning på 0,06 prosentpoeng i perio-

den januar 1998 – juni 2010. Når en tar hensyn til innslaget av systematiske risikofaktorer, anslås meravkastningen til å være 0,17 prosentpoeng. Bedringen i resultatet etter justering for innslaget av systematiske risikofaktorer reflekterer at den norske obligasjonsporteføljen gjennomgående har hatt betydelig lavere risiko enn referanseindeksen (undervektet mot markedsrisiko). Samtidig har porteføljen hatt høyere kredittrisiko og renterisiko enn indeksen. For øvrig kan svingningene i avkastningen av referanseindeksen forklare 92 pst. av variasjonen i avkastningen på den norske obligasjonsporteføljen.

Analysen av eksponeringen mot systematiske risikofaktorer over tid viser at den norske obligasjonsporteføljen gjennomgående har vært undervektet mot markedsrisiko. Samtidig har eksponeringen mot markedsrisiko (og andre risikofaktorer) variert over tid. Siden 2006 er undervekten mot markedsrisiko gradvis blitt redusert, og siden utgangen av 2008 har porteføljen vært overvektet mot markedsrisiko.

I den *nordiske obligasjonsporteføljen* er det i perioden mars 2007 – juni 2010 oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 0,48 prosentpoeng, noe som er bedre enn resultatet for den norske obligasjonsporteføljen. Justert for eksponering mot risikofaktorer, er meravkastningen beregnet til 0,54 prosentpoeng. Den nordiske obligasjonsporteføljen har hatt noe lavere risiko enn det som følger av referanseindeksen, men innslaget av aktiv forvaltning har alt i alt vært relativt lite. Fondets avkastning kan nesten fullt ut forklares av referanseindeksens avkastning.

Totalporteføljen

For fondet totalt er meravkastningen i perioden januar 1998 – juni 2010 beregnet til 0,57 prosentpoeng, når det tas hensyn til innslaget av systematiske risikofaktorer. Dette er klart høyere enn den (ujusterte) meravkastningen på 0,36 prosentpoeng, og skyldes i hovedsak at risikoen i fondet gjennomgående har vært lavere enn det som følger av den generelle markedsutviklingen. Mer enn 97 pst. av svingningene i fondets avkastning kan forklares av svingningene i referanseindeksens avkastning, mens den resterende andelen kan tilskrives aktive investeringsbeslutninger. MSCI Barra konkluderer i sin rapport med at den aktive forvaltningen i SPN alt i alt har bidratt med en viss verdiskaping, men peker samtidig på at den statistiske utsagnskraften til resultatene er relativt svak.

² Eksponeringen mot markedsrisiko er beregnet til 0,91 i tilfellet med tre systematiske risikofaktorer (resultatet er statistisk signifikant mindre enn 1). Resultatene for de to andre risikofaktorene innebærer at den norske aksjeporteføljen har vært overvektet henholdsvis store selskaper og vekstselskaper relativt til referanseindeksen. Overvekten mot store selskaper må ses i sammenheng med at det er krevende for en stor aktør i et lite marked å oppnå en kostnadseffektiv og markedsmessig nøytral eksponering mot små selskaper. MSCI Barra har for øvrig sett på effekten av å inkludere andre kjente risikofaktorer som momentum og likviditet, men finner at dette ikke endrer vesentlig på resultatene. Professor Thore Johnsen stiller i sin rapport spørsmål ved om den relativt lave målte risikoen i porteføljen (undervekten mot markedsrisiko) kan skyldes at beta-verdien er anslått for lavt, og viser til at den norske aksjeporteføljen inneholder aksjer med begrenset grad av omsettbarhet (lav likviditet), noe som kan gi en viss "treghet" i aksjekursene.

3.2.3 Grunnlaget for aktiv forvaltning

Verken rapporten fra professor Thore Johnsen eller Folketrygdfondets redegjørelse taler for å gå over til å følge fondets referanseindeks slavisk gjennom passiv indeksforvaltning. Begge rapportene peker på at både fondets størrelse og særtrekk ved det norske markedet gjør det vanskelig å gjennomføre en ren passiv forvaltning. Det pekes også på at fondet har noen fortrinn som bør kunne utnyttes gjennom aktiv forvaltning.

Folketrygdfondet viser i sin redegjørelse til at fondet ved utgangen av 2009 eide 9,3 pst. av markedsverdien av alle selskapene i referanseindeksen for norske aksjer (Oslo Børs hovedindeks).³ Dette gjør SPN til en av de største investorene på Oslo Børs. I det norske obligasjonsmarkedet utgjorde SPNs norske obligasjonsportefølje 5,9 pst. av verdien av referanseindeksen. Forvaltning av en stor portefølje i et lite marked medfører mange utfordringer for forvaltningen, blant annet at store endringer i sammensetningen av porteføljen tar lengre tid å gjennomføre. Fondets dominerende størrelse i det norske markedet og at deler av markedet kjennetegnes av lav likviditet gjør det derfor vanskelig å skille entydig mellom aktiv og passiv forvaltning, og Folketrygdfondet fraråder på denne bakgrunn passiv forvaltning av SPN.

Folketrygdfondet har uttrykt en forventning om en årlig meravkastning i forhold til referanseindeksen på 0,40 prosentpoeng regnet før kostnader, og viser til at oppnådde resultater siden 1998 understøtter dette:

«Siden 1998 har årlig gjennomsnittlig meravkastning for SPN vært 0,45 prosentpoeng. I 2006 ble aktivasammensetningen i SPN endret ved at deler av statsplasseringene ble innfridd og kapitalen tilbakebetalt til staten. Dersom den historiske avkastningen for porteføljen og referanseporteføljen justeres for dette forholdet og nåværende referanseporteføljer legges til grunn, har den gjennomsnittlige årlige meravkastningen anslagsvis vært 0,36 prosentpoeng. Folketrygdfondet har som målsetting at den aktive forvaltningen over tid skal gi en årlig meravkastning på 0,40 prosentpoeng før forvaltningskostnader.»

I boks 3.1 er det for øvrig gitt en nærmere redegjørelse for sammenhengen mellom forventet differanseavkastning og verdiskaping i SPN.

Folketrygdfondet legger også vekt på at aktiv forvaltning har positive vekselvirkninger med andre deler av forvaltningen, blant annet med eierskapsutøvelsen:

«Folketrygdfondet legger vekt på aktiv eierskapsutøvelse og oppfølging av obligasjonslån for å sikre SPNs finansielle interesser og bidra til langsiktig verdiskaping. Vår erfaring er at god eier- og kreditoroppfølging krever innsikt og kunnskap om selskapene. Et viktig prinsipp for Folketrygdfondet er derfor at eierskaps- og kreditorutøvelsen må være en integrert del av investeringsvirksomheten. Folketrygdfondet skal opptre med troverdighet og oppnå resultater i eierskapsutøvelsen. Vi må derfor ha nødvendig kunnskap og kompetanse for å vurdere de spørsmål eierne skal ta stilling til. Kompetansen som benyttes i en slik sammenheng, er bygd opp i Folketrygdfondet gjennom mange år, ved kontinuerlig å følge selskapenes utvikling og ved å være i dialog med selskapene og relevante markedsaktører. Det er vår oppfatning at eieroppfølgingen blir bedre når de forvaltere som forestår eieroppfølgingen også er ansvarlige for å foreta aktive investeringsbeslutninger om avvik fra referanseporteføljen.»

Et passivt forvaltningsmandat vil etter Folketrygdfondets syn kunne begrense gjennomslagsevnen i eierskapsutøvelsen, blant annet fordi en da ikke vil kunne selge seg ut av, eller vekte seg ned i, et selskap som ikke tar hensyn til aksjonærenes innspill og synspunkter. Folketrygdfondet mener derfor at aktiv forvaltning av porteføljen vil kunne gi mer innflytelse i eierskapsutøvelsen enn passiv forvaltning.

Professor Thore Johnsen viser i sin rapport til at SPN skiller seg fra andre investorer, blant annet når det gjelder fondets langsiktige tidshorisont. Johnsen mener at langsiktigheten har potensielt stor verdi, men peker samtidig på at fondets dominerende størrelse i det norske markedet kombinert med lav likviditet i flere selskaper skaper utfordringer for både passiv og aktiv forvaltning. Disse utfordringene er knyttet til å unngå at fondets kjøp og salg av verdipapirer fører til en uheldig påvirkning på markedsprisene, og dermed bidrar til å øke transaksjonskostnadene knyttet til forvaltningen av fondet. Han mener derfor at særtrekkene ved fondet og markedsplassen utelukker både en løpende indeksnær forvaltning, men også

³ Hovedindeksen er justert for fri flyt, dvs. at aksjeposter som ikke anses som fritt omsettelige er utelukket. Andelen av aksjemarkedet som ikke er gjenstand for fri omsetning, er vesentlig høyere i Norge sammenliknet med andre markeder.

Boks 3.1 Forventet differanseavkastning og verdiskaping i SPN

Isolert sett er kostnadene ved aktiv forvaltning høyere enn ved passiv forvaltning fordi aktiv forvaltning relativt sett er mer ressurskrevende. Ettersom formålet med å ha en ramme for aktiv forvaltning er å oppnå en høyere avkastning enn med passiv forvaltning, er det mest relevante spørsmålet for eier om en med aktiv forvaltning har oppnådd en høyere avkastning etter alle kostnader enn det en ville fått med en tenkt passiv forvaltning. Avkastningsforskjellen kan betegnes som netto verdiskaping ved aktiv forvaltning.

Det målet på resultatet fra aktiv forvaltning som vanligvis brukes er likevel differansen mellom fondets brutto avkastning (avkastning før fradrag for forvaltningskostnader) og avkastningen av referanseindeksen, som kan betegnes brutto meravkastning. Mens brutto meravkastning kan leses ut av fondets regnskaper, må netto verdiskaping ved aktiv forvaltning anslås, ettersom en da sammenlikner faktisk avkastning med en tenkt passiv forvaltning. For å anslå netto verdiskaping må en ta hensyn til at det i den faktiske porteføljen påløper transaksjonskostnader, at fondet har inntekter ved utlån av verdipapirer mv. og at forvaltningskostnadene ville vært lavere ved passiv forvaltning. Ettersom anslag på inntekter og kostnader ved passiv forvaltning er basert på et betydelig element av skjønn, vil den beregnede netto verdiskapingen også være forbundet med betydelig usikkerhet.

I forvaltningen av fondets portefølje påløper det transaksjonskostnader som det ikke tas hensyn til ved beregning av referanseindeksens avkastning. I utgangspunktet må det derfor forventes at passive aksje- og obligasjonsfond i praksis har en lavere avkastning enn referanseindeksen, jf. omtalen i Meld. St. 10 (2009-2010).

Folketrygdfondet har anslått kostnadene knyttet til rebalanseringer av fondets referanseindeks til 0,03 pst. av kapitalen. Det påløper også løpende kostnader fordi sammensetningen av referanseindeksen endres kontinuerlig. Denne kostnaden har Folketrygdfondet anslått til i størrelsesorden 0,06-0,10 pst. som et årlig gjennomsnitt.

På den annen side innebærer utlån av verdipapirer en inntekt som det ikke er tatt høyde

for i beregningen av referanseindeksens avkastning. Folketrygdfondet kan låne ut verdipapirer i porteføljen mot en kompensasjon. Inntekten fra denne aktiviteten er inkludert i tallet for brutto meravkastning. Videre har Folketrygdfondet inntekter i forbindelse med gjennomføring av emisjoner med fortrinnsrett (i form av garantiprovisjon). Folketrygdfondet anslår at inntekter fra utlån av verdipapirer og garantiprovisjoner til sammen utgjør i størrelsesorden 0,03-0,04 pst.

Basert på Folketrygdfondets anslag på transaksjonskostnader og utlånsinntekter synes referanseindeksens avkastning fratrukket 0,04-0,11 prosentpoeng som et rimelig anslag på avkastningen til en tenkt passiv indeksering av porteføljen.

Omregning fra brutto meravkastning til netto verdiskaping ved aktiv forvaltning krever at en også anslår hvor mye høyere forvaltningskostnadene har vært som følge av aktiv forvaltning. Folketrygdfondet har på usikkert grunnlag anslått at om lag en fjerdedel av de faktiske samlede forvaltningskostnadene er knyttet til aktiv forvaltning, slik at kostnadene ved passiv forvaltning kan anslås til 0,06-0,08 pst.

Folketrygdfondet viser i sin redegjørelse til at målet for den aktive forvaltningen er en årlig meravkastning på 0,40 pst. før kostnader. Fratrukket faktiske forvaltningskostnader på 0,10 pst. (2009-tall), tilsvarer dette en netto meravkastning på 0,30 pst. Samtidig kan netto differanseavkastning ved passiv forvaltning, basert på anslagene ovenfor, anslås til minus 0,10-0,19 pst. Netto verdiskaping ved aktiv forvaltning i forhold til passiv forvaltning kan dermed anslås til 0,40-0,49 pst., noe som innebærer at Folketrygdfondets anslag på netto verdiskaping i aktiv forvaltning er i størrelsesorden den samme som den rapporterte brutto meravkastningen siden 1998. Anslaget er altså basert på en faktisk avkastning som er 0,30 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen etter at alle kostnader er trukket fra, og en anslått netto avkastning ved en tenkt passiv forvaltning som er minst 0,10 prosentpoeng lavere enn av referanseindeksen, jf. tabell 3.1.

Boks 3.1 (forts.)

Tabell 3.1 Brutto meravkastning og netto verdiskaping ved aktiv forvaltning i SPN

	Differanseavkastning, målt i basispunkter
<i>Mål for brutto meravkastning</i>	+40
Faktiske forvaltningskostnader	-10
<i>Netto meravkastning</i>	+30
Referanseindeksens avkastning	0
Transaksjonskostnader ved passiv forvaltning	-6 til -10
Rebalanseringskostnader	-3
Inntekter fra garantiprovisjon	0 til 1
Inntekter fra utlån av verdipapirer	2 til 4
<i>Anslag for brutto differanseavkastning ved passiv forvaltning</i>	-4 til -11
Forvaltningskostnader ved passiv forvaltning	-6 til -8
<i>Netto differanseavkastning ved passiv forvaltning</i>	-10 til -19
<i>Netto verdiskaping ved aktiv forvaltning</i>	+40 til +49

Kilde: Folketrygdfondet

Kostnads- og inntektsanslagene i tabell 3.1 tyder dermed på at brutto meravkastning er et godt løpende mål på verdiskapingen, og depar-

tementet vil derfor legge vekt på dette målet i den løpende oppfølgingen.

aktive forvaltningsstrategier som er basert på hyppig seleksjon av verdipapirer eller taktisk allokering mellom aktivklassene aksjer og obligasjoner, eller mellom systematiske risikofaktorer.

Johnsen peker også på at den langsiktige tids-horizonten innebærer at fondet kan foreta selektive kjøp av underprisede verdipapirer i perioder med markedsuro. Videre vises det til at fondet gjennom det etablerte rebalanseringsregimet kan utnytte svingninger i risikopremien i aksjemarkedet over tid. Han mener at fondet på denne måten, gjennom selektive eller motsykliske transaksjoner kan ha en viktig stabiliserende rolle i det norske markedet, og at denne typen virkninger også må hensyntas ved vurderingen av den aktive forvaltningen.

3.2.4 Hovedstrategier for aktiv forvaltning

Folketrygdfondet tar i sin redegjørelse utgangspunkt i at fondets midler skal investeres i tråd

med referanseindeksen som er fastsatt av departementet («forvaltning av markedsporteføljen»). Videre søker Folketrygdfondet gjennom aktiv forvaltning å oppnå en meravkastning utover avkastningen på referanseindeksen («aktive forvaltningsstrategier»). I den praktiske gjennomføringen ses imidlertid forvaltningen av markedsporteføljen i sammenheng med de aktive forvaltningsstrategiene. Folketrygdfondet begrunner dette samspillet med at det må foretas aktive valg også for å opprettholde og vedlikeholde en gitt markedseksposering.

Strategier for forvaltning av markedsporteføljen

En viktig del av forvaltningen av markedsporteføljen er å vedlikeholde en stor portefølje av aksjer og obligasjoner, herunder reinvestere midler som tilfaller porteføljen i form av utbytter, kuponger, forfall og andre selskaps hendelser, å opprettholde

riktig valutaeksponering, og å overvåke og gjennomføre indekssendringer. Forvaltningen av markedsporteføljen innebærer også planlegging og gjennomføring av rebalanseringer.

Folketrygdfondet peker på at enkelte egenskaper ved referanseindeksene gjør det krevende å oppnå ønsket markedseksponering på en kostnadseffektiv måte. Dette gjelder særlig for obligasjonsinvesteringene, der indeksleverandørens (Barclays Capital) krav til inkludering gjør indeksen mindre representativ for det norske markedet. Følgende forhold ved referanseindeksen for obligasjonsinvesteringene bidrar til dette:

- *Krav til størrelse:* For å bli inkludert i referanseindeksen for obligasjonsinvesteringene (indeksen Barclays Global Aggregate) må enkeltlån være større enn 300 mill. euro (om lag 2,4 mrd. kroner). Formålet med et slikt størrelseskriterium er å sikre at lånene som inkluderes i indeksen har gode prisingskilder. Konsekvensen er samtidig at en rekke mindre lån ikke blir inkludert i indeksen. Størrelseskriteriet fører dermed til at referanseindeksen inneholder et begrenset antall utstedere, noe som særlig gjelder referanseindeksen for norske obligasjoner (som inneholder 16 private utstedere og hvor de tre største utgjør mer enn halvparten av verdien av indeksen). Kredittrisikoen i referanseindeksen blir dermed også svært konsentrert.
- *Krav til ekstern kredittvurdering:* Videre må utsteder eller obligasjonslånet ha en ekstern kredittvurdering fra ett av de tre kredittvurderingsbyråene Moody's, Standard & Poor's eller Fitch, tilsvarende moderat til høy kredittkvalitet (såkalt «investment grade»). Dette innebærer at en utelukker både høyrisikoobligasjoner (såkalt «high yield») og lån uten ekstern kredittvurdering fra referanseindeksen. Samtidig er det begrenset hvor mange lån som i praksis blir ekskludert som følge av dette kriteriet, fordi de fleste obligasjonslånene i det norske markedet uansett ikke vil tilfredsstille størrelseskriteriet. Kriteriet om kredittvurdering medfører for øvrig at lån som blir nedgradert til høyrisikoobligasjoner, faller ut av indeksen. Folketrygdfondet peker på at slike obligasjoner erfaringsmessig har gitt relativ høy risikojustert avkastning, blant annet fordi regulatoriske forhold gjør at mange investorer må selge seg ut når obligasjonene faller under investment grade.
- *Krav til gjestående løpetid mv.:* Referanseindeksen inkluderer kun lån hvor det er mer enn ett år igjen til forfall og lånet har fast rente. En

stor del av lånene som er utstedt i det norske kredittobligasjonsmarkedet har flytende rente. Det innebærer at referanseindeksen bare dekker en mindre del av investeringsuniverset for rentebærende instrumenter.

Forvaltningen av markedsporteføljen innebærer videre at det må foretas rebalansering og omvektning av referanseindeksen. Sammensetningen av referanseindeksene for aksjer endres to ganger i året, og Folketrygdfondet peker på at tilpasninger i porteføljen til slike indekssendringer er utfordrende fordi likviditeten i aksjene til enkelte av selskapene som går inn eller ut av indeksen er begrenset. Folketrygdfondet mener dette vanskeliggjør passiv forvaltning.

Referanseindeksene for obligasjonsinvesteringene endres månedlig. Dette innebærer blant annet endringer i indeksens løpetid i ulike valutaer. Videre omvektes andelen statsobligasjoner i den norske referanseindeksen månedlig, samtidig som indeksleverandørens metode for valuta-sikring av avkastningen tilbake til norske kroner innebærer månedlige oppdateringer. For den nordiske referanseindeksen kan også valutasammensetningen endres som følge av at lån blir inkludert eller faller ut av indeksen. Folketrygdfondet viser til at de ikke legger opp til å utnytte disse endringene med tanke på å oppnå meravkastning. I forvaltningen legger Folketrygdfondet derfor vekt på at eksponeringen mot slike uønskede risikofaktorer styres på en slik måte at bidragene til den aktive forvaltningen minimeres.

Ifølge Folketrygdfondet skjer den mest omfattende formen for rebalansering når aktivavektene i referanseindeksen beveger seg bort fra de faste strategiske vektene. Erfaringene fra finanskrisen viser at det stilles store krav til gjennomføring av slike rebalanseringer. Store endringer i aktivavektene som følge av svingninger i aksje- og obligasjonskursene kan innebære at det må foretas betydelige endringer i sammensetningen av porteføljen. Folketrygdfondet peker på at hensynet til gjennomføring av rebalanseringer vanskeliggjør den aktive forvaltningen, og dermed muligheten til å oppnå meravkastning. Samtidig innebærer rebalanseringer at det i seg selv må foretas aktive valg.

Aktive forvaltningsstrategier

Folketrygdfondet har som mål å oppnå høyest mulig avkastning over tid i forhold til fondets referanseindeks. Dette søkes oppnådd gjennom aktive forvaltningsstrategier. Det legges vekt på at de aktive investeringsbeslutningene bygger på grun-

dige selskapsanalyser, samtidig som en søker å utnytte endringer i systematiske risikofaktorer så langt det er mulig. Aktive valg knyttet til over- eller undervektning mellom aktivaklassene aksjer og obligasjoner er derimot ikke en sentral del av Folketrygdfondets aktive forvaltningsstrategi.

Departementet har gjennom mandatet for SPN fastsatt en ramme for avvik fra referanseindeksen på 3 pst. målt ved forventet relativ volatilitet, jf. nærmere omtale i kapittel 5.2. Folketrygdfondet mener det er naturlig at innslaget av aktiv forvaltning varierer over tid innenfor et intervall for forventet relativ volatilitet på 1-2,75 prosentpoeng under normale markedsforhold, der utnyttelsen av risikorammen vil avhenge av aktuelle investeringsmuligheter.

Folketrygdfondet legger videre vekt på at de er en aktiv og motsyklisk investor, og at de ikke har som mål å utnytte den maksimale risikorammen til enhver tid. Det siktes heller ikke mot et konstant risikonivå over tid, men mot at en søker å utnytte det som oppfattes som feilprisinger i markedet. Folketrygdfondet peker på at en slik strategi vil innebære at de i perioder med markedsuro kan utnytte risikorammen i stor grad, mens man i mer stabile perioder kan finne det hensiktsmessig med lavere utnyttelse.

De aktive forvaltningsstrategiene bygger på at man søker å utnytte fondets fortrinn når det gjelder størrelse og langsiktighet. Fondet har høy risikobærende evne, og kan dermed tåle store svingninger i fondets verdi. Folketrygdfondet viser til at forvaltningen er pålagt færre regulatoriske beskrankninger enn andre investorer, blant annet når det gjelder likviditet, kapitaldekning mv., som gjør at en ikke tvinges til å foreta uønskede endringer i sammensetningen av porteføljen i perioder med uro.

Innen *obligasjonsforvaltningen* innebærer disse fortrinnene at Folketrygdfondet kan øke kredittrisikoen gjennom kredittsyklusen, basert på at de aktive forvaltningsstrategiene kan gjennomføres uten at markedsbevegelser tvinger fram uønskede tilpasninger i porteføljen. De aktive strategiene innen obligasjonsforvaltningen er videre basert på god risikospredning og lav risiko for tap av lånebeløpet. Folketrygdfondet legger vekt på at de som langsiktig investor har et særskilt fortrinn som gjør det mulig å opptre motsyklisk, og som gjennom grundige kredittanalyser kan tilføre SPN merverdi.

Innen *aksjeforvaltningen* søker Folketrygdfondet å investere motsyklisk, blant annet i perioder der markedene er mindre velfungerende og det er ulik prising av risiko.

Folketrygdfondet framhever at en langsiktig investeringshorisont legger til rette for at det kan foretas investeringer der det tar lang tid før underliggende verdier blir realisert. Videre legges det vekt på at fondet har et informasjonsfortrinn, blant annet gjennom bedre tilgang til selskapene fondet har investert i. Folketrygdfondet viser til at fondets høye risikobærende evne gjør det mulig å delta i restruktureringer og oppkapitaliseringer i selskaper i perioder hvor den generelle markedsutviklingen er svak og kapitaltilgangen er begrenset. Folketrygdfondets aktive forvaltningsstrategier vektlegger risiko i arbeidet med å identifisere selskaper som forventes å bidra positivt til verdiskapingen.

Fondet er en stor eier i mange selskaper og Folketrygdfondet søker å bidra til verdiskapingen også gjennom eierskapsutøvelsen. Folketrygdfondet mener at opparbeidet kompetanse og en god investeringsprosess over tid vil bidra til høyere avkastning på aksjeporteføljen enn referanseindeksen. Det pekes også på at en investeringsprosess basert på grundige analyser og aktive investeringsbeslutninger kan virke risikoreducerende.

Folketrygdfondets aktive forvaltningsstrategier innen aksjeforvaltningen innebærer at aksjeporteføljene normalt vil oppnå en høyere avkastning enn det som følger av den generelle markedsutviklingen når markedene faller, og at en normalt vil oppnå svakere avkastning enn referanseindeksen i perioder med sterk oppgang. Folketrygdfondet viser til at denne investeringsprofilen over tid har resultert i meravkastning for SPN. Ved analyser av avkastningsutviklingen gir dette seg utslag i undervekt mot markedsrisiko, jf. avsnitt 3.2.2. Folketrygdfondet peker i sin redegjørelse på at enkelte studier viser at porteføljer med lav volatilitet under visse forutsetninger kan oppnå høyere avkastning enn den gjennomsnittlige markedsavkastningen med lavere risiko.

Professor Thore Johnsen peker i sin rapport på at fondet synes å ha valgt en aktiv forvaltningsstrategi som er hensiktsmessig tilpasset SPNs størrelsesulempe. Det vises i den forbindelse til at den norske aksjeforvaltningen kombinerer begrenset risiko (målt ved relativ volatilitet) med selskapsposisjoner som avviker fra indeksen gjennomgående som resultatet av foregående indeksendringer, altså at fondet unnlater å selge aksjer som er tatt ut av indeksen eller å kjøpe aksjer som har gått inn. Johnsen mener dette har bidratt til å redusere fondets transaksjonskostnader i forhold til en mer passiv indeksforvaltning. Han mener det også kan ha bidratt til å redusere risikoen i fondet, ved at selskaper som har gått ut av indek-

sen gjennomgående har hatt lavere risiko enn selskaper som går inn i indeksen.

Etter Thore Johnsen sin vurdering er Folkestrygdfondets aktive forvaltning av den norske aksjeporteføljen preget av lavfrekvent og mer langsiktig posisjonering. Han peker videre på at forvaltningen av den norske aksjeporteføljen har vært preget av at Folkestrygdfondet har byttet ut et større antall selskaper i referanseindeksen med mindre likvide selskaper utenfor indeksen, i tillegg til tradisjonell over-/undervektning av selskaper i forhold til referanseindeksen. Johnsen viser i sin rapport til at utelatte indeksselskaper har hatt vesentlig høyere totalrisiko og markedsrisiko enn inkluderte selskaper i porteføljen som ikke inngår i referanseindeksen. Dette kan ifølge Johnsen forklare hvorfor SPNs norske aksjeportefølje gjennomgående har gitt lavere avkastning enn referanseindeksen i perioder med oppgang i markedet og høyere avkastning i perioder med nedgang. Det kan også forklare hvorfor fondet har hatt både høyere gjennomsnittlig avkastning og lavere risiko enn referanseindeksen, noe som kan skyldes at fondet har høstet en likviditetspremie uten en tilsynelatende tilknyttet nedsiderisiko som forventes å være knyttet til mer illikvide posisjoner.

Systematiske risikofaktorer

Fjorårets evaluering av den aktive forvaltningen i SPU viste at resultatene for en stor del forklares av systematiske risikofaktorer. Professorene Ang, Goetzmann og Schaefer anbefalte derfor i sin rapport å legge større vekt på arbeidet med fondets eksponering mot systematiske risikofaktorer.

På denne bakgrunn har departementet i gjennomgangen av den aktive forvaltningen i SPN lagt vekt på å kartlegge hvilken rolle slike faktorer eventuelt spiller i forvaltningen av fondet, og hvorvidt det er hensiktsmessig at de i større grad reflekteres i fondets investeringsstrategi.

MSCI Barras analyse viser at avkastningen på fondet i svært begrenset grad kan knyttes til systematiske risikofaktorer, utover eksponeringen mot markedet generelt (markedsrisiko), jf. avsnitt 3.2.2. Folkestrygdfondet peker i sin redegjørelse på at systematiske risikofaktorer som selskapsstørrelse, likviditet og den generelle markedsutviklingen generelt vil kunne bidra til å forklare avkastningen på en aksjeportefølje, men at slike risikofaktorer er lite egnet som beslutningsgrunnlag for framtidige aksjeinvesteringer (dvs. bygges inn i referanseindeksen). Dette skyldes at det er vanskelig å oppnå eksponering mot slike risiko-

faktorer i et omfang som er relevant for SPN. Folkestrygdfondet mener på den annen side at termin- og kredittpremie er to risikofaktorer som er bedre egnet som beslutningsgrunnlag for framtidige investeringer (innen obligasjonsforvaltningen), men peker samtidig på at mangelfullt datagrunnlag gjør det vanskelig å innarbeide disse på en hensiktsmessig måte i referanseindeksen.

Professor Thore Johnsen peker i sin rapport på at utfordringene knyttet til å definere et sett risikofaktorer, konstruere en investerbar portefølje av risikofaktorer og foreta en omallokering over tid innenfor indeksen mellom disse porteføljene er nærmest ikke-håndterbart i et lite lokalt marked som det norske. Johnsen viser i sin rapport hvordan ulike definisjoner av eksempelvis en norsk selskapsstørrelsesfaktor gir kvalitativt forskjellige historiske risikopremier og ulik variasjon over konjunktursyklusen. Dette skyldes blant annet en sterk sektor- og selskapsmessig konsentrasjon på Oslo Børs.

3.2.5 Departementets vurderinger

Departementet vil innledningsvis peke på at erfaringene fra finanskrisen illustrerte betydningen av at den aktive forvaltningen i Statens pensjonsfond bygger på et solid faglig grunnlag og at det er bred oppslutning om den rollen aktiv forvaltning spiller som en del av en samlet investeringsstrategi for fondet. På denne bakgrunn har departementet foretatt en nærmere vurdering av den aktive forvaltningen i SPN, jf. Meld. St. 10 (2009-2010).

Nærmere om grunnlaget for og omfanget av aktiv forvaltning

I vurderingen av om en ramme for aktiv forvaltning kan forventes å forbedre fondets resultater over tid, har departementet særlig lagt vekt på følgende:

- Både Folkestrygdfondet og professor Johnsen peker på at fondets dominerende størrelse i det norske markedet og særtrekk ved markedsplassen (lav likviditet i flere selskaper) tilsier at det ikke er hensiktsmessig med en ren passiv indekseringsstrategi. Departementet deler denne oppfatningen.
- Fondets størrelse og langsiktighet bør kunne utnyttes til fondets fordel gjennom aktiv forvaltning. Størrelse kan blant annet gi reduserte kostnader og mulighet til å tiltrekke seg nødvendig kompetanse, samt gi informasjonsfortrinn. Videre vil fondets langsiktighet kunne

være et fortrinn i aktiv forvaltning, blant annet ved at fondet ikke blir tvunget til å realisere tap på uheldige tidspunkter. Samtidig kan størrelse også være en ulempe i den praktiske gjennomføringen av forvaltningen, blant annet ved at det kan være vanskelig å skalere opp enkelte aktive strategier til et omfang som er relevant for fondet. Fondets dominerende størrelse i det norske markedet vil også innebære utfordringer knyttet til muligheten til å foreta store endringer i sammensetningen av porteføljen på kort tid.

- Referanseindeksene for fondets aksje- og obligasjonsportefølje fastsettes av departementet på basis av langsiktige vurderinger. Redegjørelsen fra Folketrygdfondet peker på svakheter ved fondets referanseindekser, særlig for obligasjonsinvesteringene. En viss ramme for avvik fra referanseindeksen er nødvendig for å gi Folketrygdfondet mulighet til å utnytte disse svakhetene, og for å legge til rette for en kostnadseffektiv tilpasning til indeksen. Dette må samtidig ses i sammenheng med at det ikke finnes noen gode alternativer til dagens referanseindeks for obligasjonsinvesteringene.
- Folketrygdfondet har uttalt at aktiv forvaltning kan gi positive vekselvirkninger for blant annet eierskapsutøvelsen i fondet. Departementet legger vekt på fondets rolle som ansvarlig investor. Fondet er en stor eier i det norske aksjemarkedet. Det innebærer både en forpliktelse og en mulighet til å bruke eierrettigheter. Eierskapsutøvelse, også overfor enkeltselskaper, er nødvendig for å ivareta fondets økonomiske interesser. Selv om andre fond ikke skulle legge vekt på valget mellom aktiv og passiv forvaltning som viktig for effektiviteten i eierskapsutøvelsen, ser departementet positivt på at Folketrygdfondet legger vekt på å utnytte det potensialet som kan ligge i vekselvirkninger mellom aktiv forvaltning av enkeltselskaper og eierskapsutøvelsen.

Etter departementets syn tilsier disse forholdene at det bør være en viss ramme for avvik fra referanseindeksen i forvaltningen av SPN. En ren passiv indeksforvaltning ville påført fondet unødige kostnader, og særtrekk ved fondet gir et potensial for meravkastning over tid som bør utnyttes i noen grad. Ut over dette er det grunn til å anta at et visst innslag av aktiv forvaltning vil kunne ha positive vekselvirkninger med øvrige deler av forvaltningen.

Rammen for aktiv forvaltning er en del av den samlede investeringsstrategien for fondet.

Utgangspunktet for å vurdere rammen for aktiv forvaltning bør derfor, i likhet med andre deler av strategien, bygge på en avveining mellom forventet avkastning og risiko. I den sammenheng har departementet særlig lagt vekt på følgende:

- Den eksterne gjennomgangen har vist at det er svakheter ved fondets referanseindekser og at fondet kan ha fortrinn i aktiv forvaltning, blant annet knyttet til kostnader og langsiktighet. Dette taler for et visst rom for avvik fra indeksen.
- I utgangspunktet burde et gitt tap oppfattes like negativt for eier, uansett hva opphavet til tapet er. Slik sett burde en strategi med lite risiko i referanseindeksen og en relativt stor ramme for aktiv forvaltning oppfattes som likeverdig med en strategi som har mer risiko i referanseindeksen og tilsvarende mindre i den aktive forvaltningen. Likevel må det legges en viss vekt på at betydelig mindreavkastning i enkeltår kan svekke tilliten til forvalteren, selv om resultatene målt over lengre perioder er gode. Det taler isolert sett for at rammen for avvik fra referanseindeksen bør være moderat.
- De analyser som nå er gjort, bekrefter at det er referanseindeksen, fastsatt av departementet, som gir det dominerende bidraget til risiko i fondet. Innslaget av aktiv forvaltning har vært svært moderat sett i forhold til fondets samlede risiko. Rapportene gir ikke et tallfestet råd om rammen for aktiv forvaltning, men underbygger etter departementets syn at rammen fortsatt bør være moderat.
- En meravkastning i tråd med Folketrygdfondets egen målsetting på 0,4 prosentpoeng årlig vil utgjøre betydelige beløp over tid.

I tillegg til vurderinger av avkastning og risiko har departementet vurdert om rammen for aktiv forvaltning vil ha konsekvenser for sammenfallet av interesser mellom eier og forvalter av fondet. Forvaltningen av SPN krever at Folketrygdfondet rekrutterer og beholder medarbeidere med spesialisert kompetanse. Disse personene må rekrutteres i konkurranse med andre aktører i et marked der bruk av resultatbasert avlønning er utbredt. I utgangspunktet gjelder det både aktiv og passiv forvaltning. Selv om formålet med resultatbasert avlønning er at forvalter skal ha den samme interessen av god avkastning som eier, er det likevel en risiko for at enkeltpersoner og grupper av personer får insentiver som ikke sammenfaller med eiers mål for forvaltningen av fondet. For aktiv forvaltning vil dette særlig kunne være tilfellet dersom det er stor forskjell mellom tidshorizonten for

en aktiv forvaltningsstrategi og den evalueringsperioden som benyttes i eventuelle bonussystemer.

Utfordringer knyttet til potensielle interessekonflikter mellom eier og forvalter kan derfor på generelt grunnlag tale for et begrenset omfang av aktiv forvaltning. Samtidig har eieren av fondet en klar interesse av at det er etablert en prestasjonsorientert kultur hos forvalter, med fokus på både økte inntekter og reduserte kostnader. Et godt utformet lønssystem kan understøtte dette.

I det nye mandatet for SPN er Folketrygdfondet underlagt de samme krav til godtgjørelsesordninger som ellers gjelder for ansatte i finansinstitusjoner i Norge, jf. forskrift 1. desember 2010 nr. 1507 om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Dette innebærer at ordningene skal bidra til å fremme og gi insentiver til god styring av og kontroll med risikoen for forvaltningen, motvirke for høy risikotaking, og bidra til å unngå interessekonflikter.

Når det gjelder utformingen av risikorammen for aktiv forvaltning, mener departementet at det ikke er hensiktsmessig at den fastsettes som et måltall for aktiv risiko, jf. omtalen i fjorårets melding. I noen situasjoner vil et slikt måltall kunne oppfordre forvalter til å ta mer risiko enn det som er ønskelig. Derimot mener departementet det er gode grunner til å gjøre rammen mindre følsom for generell uro i markedet. I det nye mandatet for SPN er det derfor tatt inn følgende bestemmelse (jf. § 3-6):

«Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at det annualiserte standardavviket til differanseavkastningen mellom faktisk portefølje og faktisk referanseindeks på ex ante basis (forventet relativ volatilitet) ikke overstiger 3 prosentpoeng.»

Bestemmelsens ordlyd om at forvaltningen skal legges opp «med sikte på» å ikke overskride rammen innebærer at forventet relativ volatilitet kan være høyere i helt spesielle situasjoner, jf. omtalen i kapittel 5.2.

Folketrygdfondet viser i sin redegjørelse til at utnyttelsen av rammen for relativ volatilitet vil variere over tid, avhengig av de investeringsmuligheter som løpende identifiseres, og at den må forventes å bli høyere i perioder med generell markedsuro enn i mer rolige perioder. Departementet mener at en slik strategi støtter opp under målet om å utnytte fondets fortrinn, men vil samtidig peke på at selv om investeringsmulighetene

ser ut til å variere over tid, så er dette en krevende investeringsstrategi. Analysen til MSCI Barra gir likevel en viss støtte til at Folketrygdfondet har evne til å tilpasse risikonivået i fondet til varierende markedsforhold.

Departementet har for øvrig merket seg at Folketrygdfondet har fastsatt en intern ramme for forventet relativ volatilitet på 2,75 prosentpoeng, og at den målte aktive risikoen de to siste årene har variert mellom 1,02 og 2,88 prosentpoeng.

Departementet vil peke på at rammen for forventet relativ volatilitet for SPN (3 pst.) er høyere enn rammen som er fastsatt for SPU (1 pst.). Departementet mener det er flere forhold som tilsier at rammen for forventet relativ volatilitet bør være høyere for SPN enn for SPU:

- Det er vesentlige forskjeller mellom SPU og SPN både når det gjelder fondenes størrelse og særtrekk ved markedet. SPU er relativt sett en mindre aktør i et stort marked der eierandelen gjennomgående er små, mens SPN er en stor aktør i et lite marked med gjennomgående høye eierandeler. Samtidig er det norske aksje- og obligasjonsmarkedet mindre likvid enn markedet internasjonalt. Forskjellene i størrelse og likviditet innebærer at det er mer krevende å foreta porteføljetilpasninger for SPN enn SPU. Beregninger foretatt av Folketrygdfondet viser at selv en passiv forvaltning vil kreve en ramme på 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for den norske aksjeforføljen som minimum for hva som er praktisk gjennomførbart.
- SPNs dominerende størrelse i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet innebærer at fondet i gitte situasjoner vil kunne påvirke markedets funksjonsmåte. Passiv forvaltning vil kunne innebære at fondet blir tvunget til å selge på ugunstige tidspunkt, noe vil kunne ha negative effekter på markedet for øvrig. Erfaringene fra finanskrisen var at det kreves aktive valg for å kunne holde fast ved strategien i urolige markeder.

Erfaringene med dagens ramme for forventet relativ volatilitet på 3 pst. er etter departementets syn alt i alt gode. Etter en samlet vurdering har departementet derfor kommet til at dagens ramme for aktiv forvaltning bør videreføres. Rammen vil være gjenstand for vurdering i forbindelse med de regelmessige gjennomgangene av den aktive forvaltningen som departementet nå legger opp til, jf. nedenfor.

Når departementet legger opp til å videreføre dagens ramme for forventet relativ volatilitet, må

dette også ses i sammenheng med at departementet i det nye mandatet for SPN har stilt krav om at Folketrygdfondet skal fastsette supplerende risikorammer for forvaltningen utover forventet relativ volatilitet. Departementet mener at dette vil bidra til en bedre innramming av risikoen i forvaltningen enn tidligere.

En forventning om meravkastning over tid

Departementet har i mandatet for SPN formulert følgende målsetting om avkastning (jf. § 1-1):

«Folketrygdfondet skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader over tid målt i norske kroner.»

Departementet har vurdert om ambisjonene for resultatene i den aktive forvaltningen bør tallfestes. Et uttalt mål om høyest mulig avkastning innenfor en ramme for aktiv forvaltning kan bidra til å klargjøre målet og forventningene til Folketrygdfondet, herunder oppgaven med forvaltning av markedsporteføljen og den aktive forvaltningen.

Den sentrale reguleringen av omfanget av aktiv forvaltning er rammen for forventet relativ volatilitet. I forbindelse med evalueringen av den aktive forvaltningen i SPU foretok departementet en vurdering av om det bør settes et måltall eller intervall for forventet relativ volatilitet, jf. kapittel 2 i Meld. St. 10 (2009-2010). Departementet konkluderte med at det er mest hensiktsmessig å uttrykke ambisjonene for den aktive forvaltningen ved å tallfeste en forventning til netto verdiskaping ved aktiv forvaltning over tid, framfor å fastsette et måltall for utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet. Det ble samtidig presisert at fondets netto verdiskaping ved aktiv forvaltning bør ses i forhold til rammen for avvik fra referanseindeksen.

Det finnes ikke noe fasitsvar på hva som er et rimelig forholdstall mellom risiko og forventet avkastning i aktiv forvaltning. Noen holdepunkter er likevel:

- Folketrygdfondets egen målsetting. Folketrygdfondet har i sin redegjørelse uttrykt en ambisjon om en årlig meravkastning (før kostnader) fra aktiv forvaltning på 0,40 pst. i gjennomsnitt, basert på dagens ramme for forventet relativ volatilitet på 3 pst.
- Oppnådde resultater. I perioden januar 1998 – desember 2010 har Folketrygdfondet oppnådd en årlig brutto meravkastning på 0,46 pst. i gjennomsnitt.

Etter en samlet vurdering har departementet kommet til at det bør forventes en årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning på i størrelsesordenen $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ prosentpoeng i gjennomsnitt over tid. Oppnådd meravkastning må samtidig vurderes ut fra den risikoen som er knyttet til denne aktiviteten. Som en tilnærming vil netto verdiskaping bli målt som brutto meravkastning, dvs. forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen, jf. omtalen i boks 3.1.

Når en regner over lange tidsperioder, vil en meravkastning i tråd med målsettingen ovenfor utgjøre et betydelig bidrag til den samlede avkastningen av fondet. Med dagens størrelse på fondet tilsvarer det om lag $\frac{1}{2}$ mrd. kroner per år.

Med utgangspunkt i Folketrygdfondets strategi for forvaltningen av SPN forventes ingen vesentlige utslag i fondets samlede risiko over tid som følge av aktiv forvaltning. Målt ved fondets standardavvik, som er et vanlig mål på risiko, har Folketrygdfondets aktive forvaltning faktisk bidratt til å redusere fondets risiko siden 1998. Realiserte svingninger i den faktiske porteføljen i hele perioden 1998-2010 var 8,7 pst. mot 9,3 pst. i referanseindeksen.

Systematiske risikofaktorer

Verken Folketrygdfondets redegjørelse eller rapporten fra professor Thore Johnsen anbefaler at det legges større vekt på systematiske risikofaktorer i arbeidet med fondets investeringsstrategi. Begge rapportene viser til at det er vanskelig å definere et entydig sett av risikofaktorer som er relevante for det norske aksjemarkedet, samtidig som kjente risikofaktorer i det norske markedet ikke er tilstrekkelig stabile over tid. Det pekes også på at det er vanskelig å oppnå en eksponeering mot slike risikofaktorer i et omfang som er relevant for SPN.

Departementet deler vurderingen av at det er lite hensiktsmessig å legge økt vekt på systematiske risikofaktorer i forvaltningen av SPN. Departementet mener samtidig det er viktig at Folketrygdfondet i den løpende rapporteringen om fondet søker å redegjøre for i hvilken grad eksponeering mot relevante systematiske risikofaktorer har bidratt til fondets avkastning.

Samspilleffekter mellom forvaltningen av den norske og nordiske porteføljen

Departementet har i forbindelse med gjennomgangen av den aktive forvaltningen i SPN bedt Folketrygdfondet gjøre rede for eventuelle sam-

spilleeffekter mellom forvaltningen av den norske og nordiske porteføljen.

Folketrygdfondet viser i sin redegjørelse til at det legges til grunn hovedsakelig samme forvaltningsstrategi og investeringsprosess for forvaltningen i Norge og i Norden, noe som bygger på at en har erfart positive samspill- og kompetanseoverføringseffekter. Folketrygdfondet mener at den økte informasjonstilgangen forvalterne får gjennom å operere i et mer internasjonalt investeringsunivers anses positivt for forvaltningsarbeidet og at det blant annet gjør det lettere å fange opp markedsendringer på et tidligere tidspunkt. Videre legges det vekt på at det å ta standpunkt til enkeltinvesteringer gjennom aktiv forvaltning i Norden øker kunnskapen ytterligere, noe som i tillegg anses viktig for å kunne tiltrekke, utvikle og beholde relevant kompetanse i Folketrygdfondet.

Professor Johnsen peker i sin rapport på at det ikke er noen aktiv verdiskaping i forvaltningen av den nordiske aksjeporteføljen før fradrag for kostnader, og at en heller ikke kan forvente at Folketrygdfondet har noen spesielle fortrinn i aktiv forvaltning av nordiske aksjer. Fondet er heller ikke stort nok i de nordiske markedene til å kunne dra nytte av stordriftsfordeler. Johnsen foreslår at en revurderer utvidelsen av den nordiske aksjeindeksen som ble gjennomført i 2007, for å redusere forvaltningskostnadene samtidig som en ikke helt tar bort analysefordelene for den norske forvaltningen. Han mener også det er vanskelig å se noen vesentlige argumenter for å opprettholde den nordiske renteforvaltningen.

Departementet har merket seg at resultatene i den aktive forvaltningen i den nordiske forvaltningen sett under ett har vært positive siden investe-

ringene ble startet opp. Departementet har samtidig merket seg at de oppnådde resultatene i den aktive forvaltningen av den nordiske aksjeporteføljen er svakere enn resultatene fra den norske aksjeporteføljen, og at det de to siste årene har vært mindreavkastning i den nordiske aksjeporteføljen, jf. omtalen i kapittel 4.2.

Departementet ser det som naturlig at spørsmålet om samspilleffekter mellom forvaltningen av den norske og nordiske porteføljen inngår som del av de regelmessige og brede vurderingene av den aktive forvaltningen som det nå legges opp til, jf. nedenfor.

Regelmessige gjennomganger av aktiv forvaltning

Anslagene på framtidig avkastning av aktiv forvaltning er usikre. Over tid må den samlede aktive forvaltningen vurderes på bakgrunn av oppnådde resultater. En forutsetning for et visst innslag av aktiv forvaltning er regelmessige og brede gjennomganger av den aktive forvaltningen i SPN. Slike gjennomganger kan føre til at omfanget av aktiv forvaltning justeres så vel opp som ned. Ved disse gjennomgangene vil det også være naturlig å vurdere om brutto meravkastning fortsatt synes representativt for verdiskapingen i aktiv forvaltning. Av andre forhold som bør belyses er hvorvidt Folketrygdfondet utnytter potensielle vekselvirkninger mellom den aktive forvaltningen og øvrige deler av forvaltningen. Departementet vil på denne bakgrunn legge opp til slike regelmessige gjennomganger av den aktive forvaltningen i begynnelsen av hver stortingsperiode, i tråd med det som tidligere er varslet for den aktive forvaltningen i SPU, jf. kapittel 2 i Meld. St. 10 (2009-2010).

4 Oppfølging av forvaltningen

4.1 Resultater i forvaltningen

4.1.1 Resultatutviklingen i SPU

Utvikling i markedsverdi

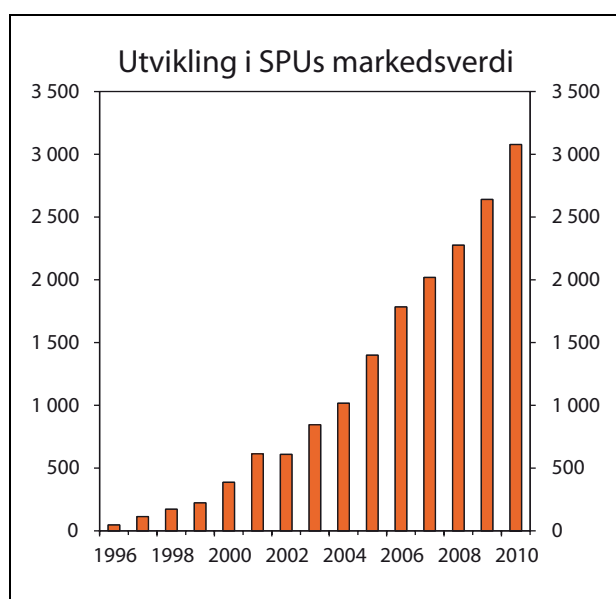
Ved utgangen av 2010 var markedsverdien til SPU 3 077 mrd. kroner før forvaltningskostnadene for 2010 var trukket fra, jf. figur 4.1. Dette var en økning på 437 mrd. kroner fra året før. Økningen i fondskapitalen skyldes først og fremst tilførsel av nye midler og at fondet oppnådde god avkastning på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

Økningen i aksjeandelen fra 40 til 60 pst., sammen med sterk vekst i fondskapitalen, har økt

fondets eierandeler i aksjemarkedene. Med fortsatt betydelig tilførsel av kapital til fondet vil eierandelene i aksjemarkedene fortsette å øke. Ved utgangen av 2010 var fondets eierandeler i selskapene som inngår i referanseindeksen for aksjer (FTSE All Cap) i gjennomsnitt om lag 1 pst., jf. figur 4.3. Eierandelen i obligasjonsmarkedene økte noe i 2010, men har totalt sett falt de siste årene, jf. fig. 4.4. Den viktigste årsaken til det er at obligasjonsandelen i fondet er redusert fra 60 til 40 pst. I tillegg har størrelsen på obligasjonsmarkedet økt, blant annet på grunn av økt lånebehov i mange land under finanskrisen.

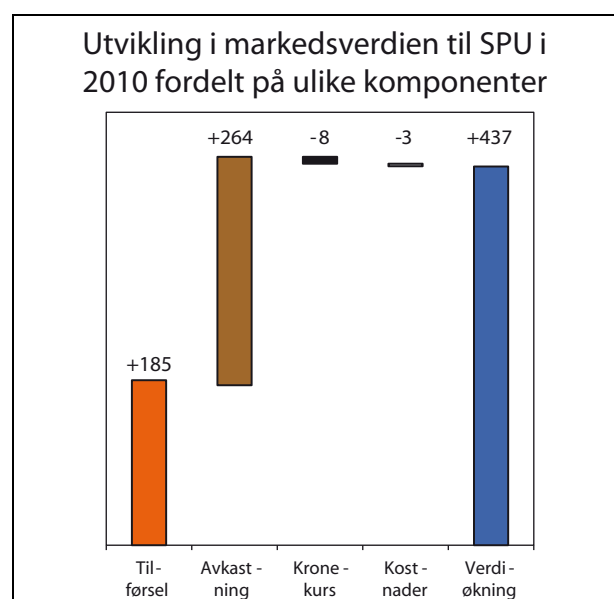
Den økonomiske og finansielle utviklingen

Den økonomiske veksten tok seg opp gjennom 2010. Særlig gjaldt dette Asia, men også Amerika hadde en god utvikling. I Europa var bildet mer blandet. Noen land, som Sverige og Tyskland, hadde høy vekst, mens andre land hadde svak eller negativ vekst. Utviklingen i Europa var pre-



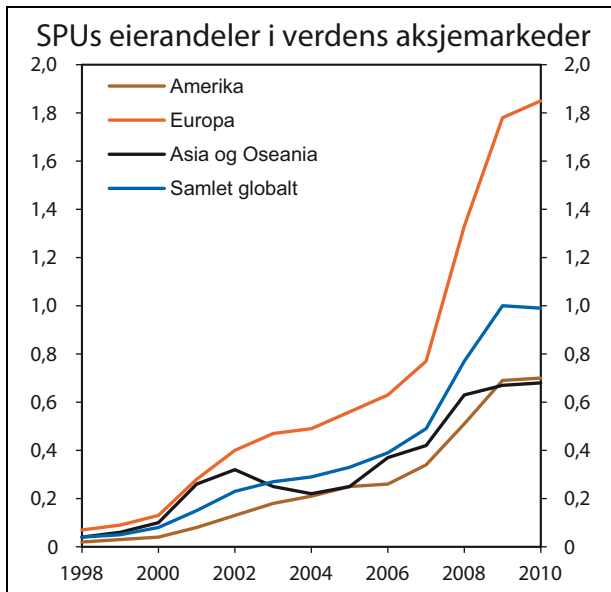
Figur 4.1 Markedsverdien til SPU 1996–2010. Mrd. kroner

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 4.2 Utvikling i markedsverdien til SPU i 2010 fordelt på ulike komponenter. Mrd. kroner

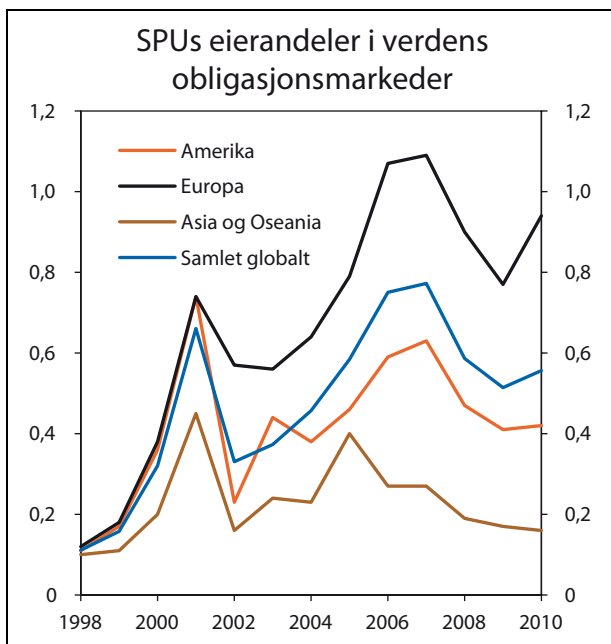
Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 4.3 SPU's eierandeler i verdens aksjemarkeder. Prosent av markeds kapitaliseringen til FTSE All Cap-indeksen

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

get av utfordringer knyttet til stor gjeld og finansiering av budsjettunderskudd. Særlig gjaldt dette Hellas og Irland, men til dels også Portugal og Spania. Det har vært usikkerhet om virkningen på euroen dersom et av medlemslandene i eurosoneen skulle få betalingsvansker, og omfanget av



Figur 4.4 SPU's eierandeler i verdens obligasjonsmarkeder. Prosent av markeds kapitaliseringen til Barclays Global Aggregate-indeksen

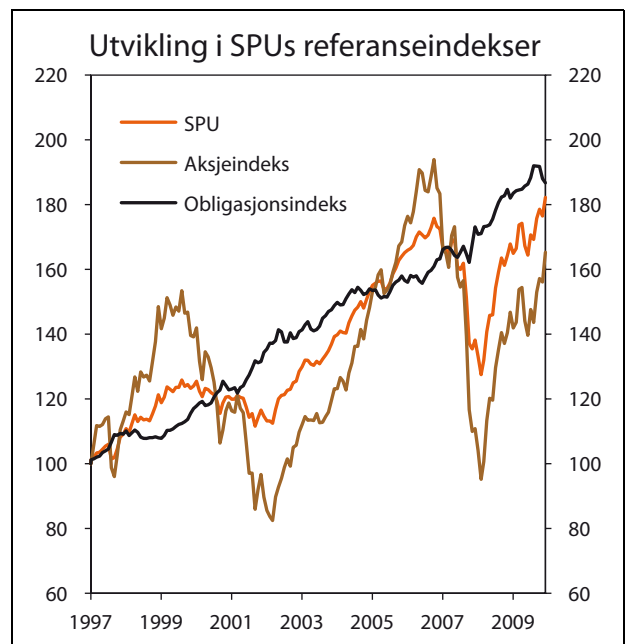
Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

den økonomiske støtten fra de andre landene i en slik situasjon. Denne usikkerheten påvirket det globale aksjemarkedet i første halvår 2010. I mai 2010 kom EU og IMF til enighet om en krisepakke på totalt 750 mrd. euro, noe som reduserte usikkerheten. Fra sensommeren i fjor var utviklingen i de globale aksjemarkedene positiv.

I mange land har inflasjonen økt gjennom 2010. Likevel har mange land holdt styringsrentene uendret på et meget lavt nivå av frykt for at veksten i økonomien skulle falle dersom stimulanse ble trappet ned. Obligasjonsrentene fulgte i stor grad utviklingen i aksjemarkedet. Gjennom første halvår av 2010 falt rentene, og ga høy avkastning for obligasjoner. Utover høsten snudde dette, og rentene økte. Ved inngangen til 2011 var rentene på 10 års statsobligasjoner i USA, Japan og i de viktigste EU-landene noe lavere enn ved inngangen til 2010, jf. figur 2.15 i kapittel 2.

Avkastning

Samlet sett var avkastningen på SPU's referanseindeks 8,57 pst. i 2010, målt i referanseindeksens valutasammensetning (valutakurven). Avkastningen på referanseindeksen for aksjeinvesteringene var 12,61 pst., og avkastningen på referanseindeksen for obligasjonsinvesteringene var 2,58 pst. Figur 4.5 viser utviklingen i fondets referanseindekser siden 1998.



Figur 4.5 Utvikling i SPU's referanseindekser. Indeks 31.12.1997 = 100

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

Tabell 4.1 Avkastning av SPU i 2010, siste 3 år og i perioden 1998-2010. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	Siste år	Siste 3 år	1998-2010
<i>SPU</i>			
Faktisk portefølje	9,62	1,84	5,04
Referanseindeksen	8,57	1,83	4,73
Meravkastning (prosentpoeng)	1,06	0,00	0,31
<i>Aksjeporteføljen</i>			
Faktisk portefølje	13,34	-3,37	4,51
Referanseindeksen	12,61	-3,40	3,94
Meravkastning (prosentpoeng)	0,73	0,04	0,57
<i>Obligasjonsporteføljen</i>			
Faktisk portefølje	4,11	5,22	5,15
Referanseindeksen	2,58	4,58	4,92
Meravkastning (prosentpoeng)	1,53	0,64	0,22

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

Avkastningen på fondet var 9,62 pst. i 2010, jf. tabell 4.1. Høy avkastning de siste to årene bidrar til at gjennomsnittlig avkastning for fondet siden 1998 nå er i overkant av 5 pst., opp fra i underkant av 3 pst. i 2008. Se forøvrig boks 4.1.

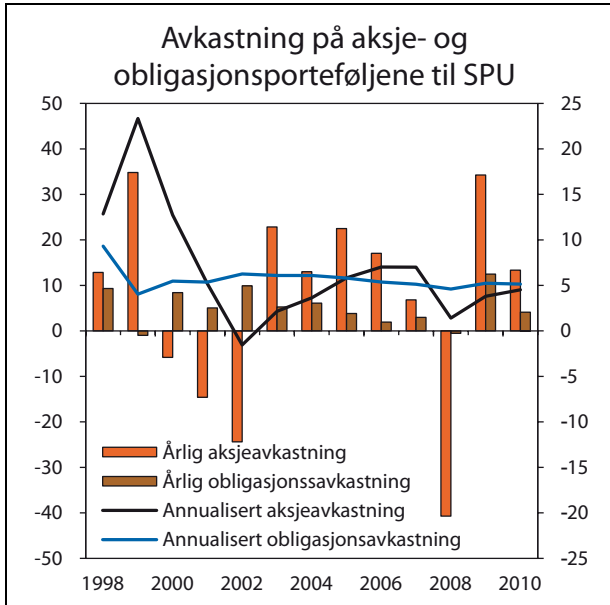
Avkastningen på fondets aksjeportefølje var høy i 2010, mens avkastningen i obligasjonsporteføljen var noe lavere, jf. figur 4.6. I perioden fra 1998 til 2010 har obligasjonsporteføljen hatt en høyere samlet avkastning enn aksjeporteføljen. I denne perioden har store deler av verdensøkonomien vært gjennom to resesjoner hvor aksjekursene har falt betydelig, først etter at IT-boblen sprakk i 2000 og deretter da finanskrisen inntraff i 2008. I samme periode har rentene på obligasjoner med lang løpetid falt, noe som har vært positivt for avkastningen på obligasjonsporteføljen.

Samlet brutto meravkastning i fondet (før forvaltningskostnader) var 1,06 prosentpoeng i 2010. Dette skyldtes 0,73 prosentpoeng meravkastning i aksjeporteføljen og 1,53 prosentpoeng meravkastning i obligasjonsporteføljen. Ifølge Norges Bank kom om lag to tredeler av meravkastningen fra internt forvaltede midler, mens resten kom fra eksternt forvaltning. Fondets investeringer i råvarebaserte aksjer og finansaksjer ga høyere avkastning enn referanseindeksene, mens investeringer i teknologiaksjer utviklet seg svakere. I obligasjonsporteføljen var de største bidragsyterne til

meravkastningen investeringene i amerikanske panteobligasjoner og europeiske selskapsobligasjoner. Fondet tjente også på at beholdningen av statsgjeld fra flere søreuropeiske land var lavere enn i referanseindeksen.

Departementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning på om lag $\frac{1}{4}$ pst. i gjennomsnitt over tid. Som en tilnærming skal dette måles ved brutto meravkastning, jf. Meld. St. 10 (2009-2010). Figur 4.7 viser årlig brutto meravkastning i perioden 1998-2010, samt annualisert meravkastning siden 1998. Den betydelige mindreakstningen i 2008 førte til at fondet hadde en mindreakstning for hele perioden fra 1998 til 2008 sett under ett. De gode resultatene i den aktive forvaltningen i 2009 og 2010 bidro imidlertid til å øke den gjennomsnittlige årlige brutto meravkastningen, som ved utgangen av 2010 var 0,31 prosentpoeng, altså noe i overkant av målet på $\frac{1}{4}$ pst. For perioden 1998-2010 har departementet beregnet brutto meravkastning for fondet totalt til om lag 50 mrd. kroner⁴, jf. figur 4.8.

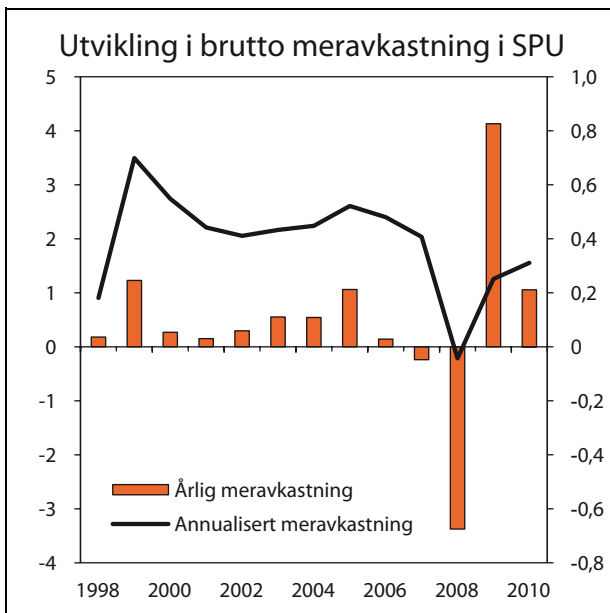
⁴ Meravkastningen i kroner er beregnet ved å multiplisere meravkastningen i måneden med kapitalen ved inngangen til måneden, for deretter å summere dette produktet over alle månedene. Beregningen tar følgelig ikke med effekten av renters rente.



Figur 4.6 Avkastning på aksje- og obligasjonsporteføljene til SPU. Avkastning per år (venstre akse) og annualisert i perioden fra 1998 fram til hvert enkelt år (høyre akse). Prosent

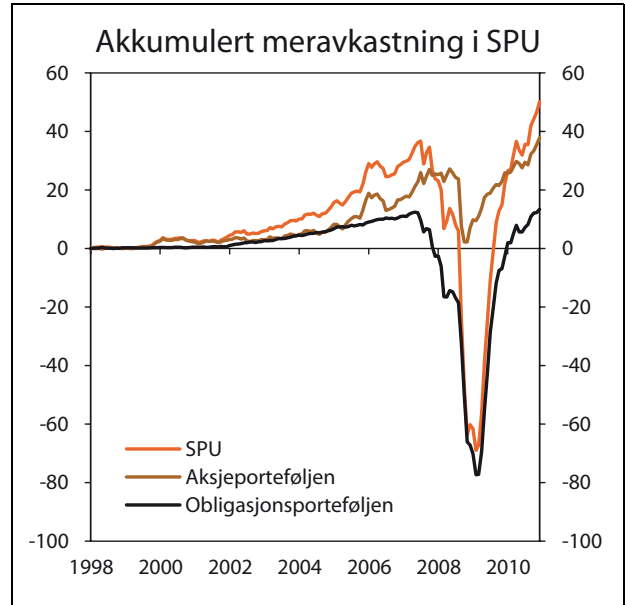
Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

For å følge utviklingen i fondets kjøpekraft måler man realavkastningen, det vil si den nominelle avkastningen justert for generell prisstigning. Prisstigningen måles ved samme landforde-



Figur 4.7 Brutto meravkastning i SPU i perioden 1998-2010. Meravkastning per år (venstre akse) og annualisert i perioden fra 1998 fram til hvert enkelt år (høyre akse). Prosent

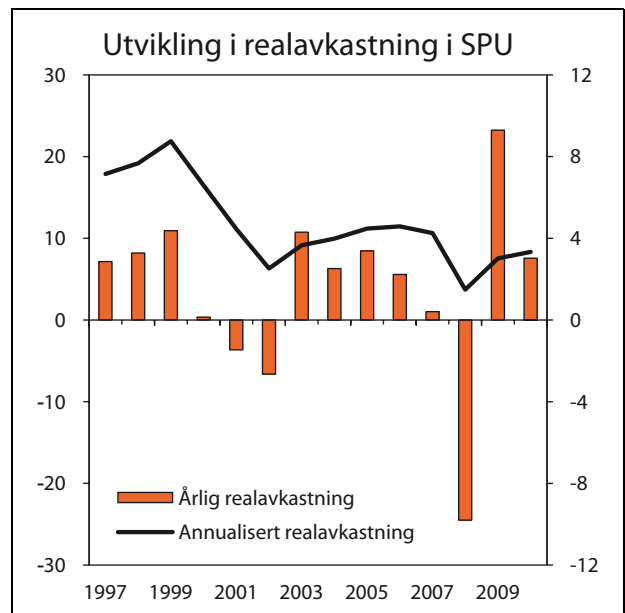
Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 4.8 Akkumulert meravkastning i SPU. Mrd. kroner

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

ling som valutakurven. Figur 4.9 viser årlig og annualisert realavkastning i perioden 1997-2010, etter fradrag for forvaltningskostnader. Realavkastningen i 2010 var 7,57 pst., mens årlig gjennomsnittlig realavkastning i perioden fra 1997 til



Figur 4.9 Realavkastning i SPU etter forvaltningskostnader. Realavkastning per år (venstre akse) og annualisert i perioden fra 1997 fram til hvert enkelt år (høyre akse). Prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

Boks 4.1 Investeringshorisont og resultatmåling

Prisen for en aksje blir på kort sikt påvirket av forventninger til framtidige inntjening i selskapet, endringer i den risikofrie renten samt endringer i den risikopremien investorene krever på aksjeinvesteringer. Dette er også omtalt i kapittel 2.2 i denne meldningen. Der vises det til at risikopremiene synes å variere over tid. Når risikopremien i aksjemarkedet øker, reduseres aksjekursene. Endringer i risikopremier er dermed en medvirkende årsak til at aksjekursene faller i urolige tider, og bidrar til at aksjeverdiene stiger når markedsuren avtar.

Utviklingen i markedsverdien til investeringene er viktig for investorer med kortsiktig investeringshorisont. For slike investorer vil markedsbevegelsene i seg selv foranledige transaksjoner i markedet. Kortsiktige investorer kan ha lån eller andre forpliktelser som gjør at de må selge aksjer som en følge av at disse har falt i verdi. For langsiktige investorer, som både har vilje og evne til å sitte med verdipapirene gjennom urolige perioder, er kortsiktige sving-

ninger av mindre betydning. For disse investorene kan det være mer relevant å følge utviklingen i selskapenes inntjening og utbetalinger av utbytte. Den vanlige måten å rapportere om utviklingen i en aksjeportefølje er å måle avkastningen målt ved endringer i markedsverdi over perioder på et kvartal eller et år. For investorer med lang horisont kan det i tillegg være ønskelig å rapportere andre, mer langsiktige, mål på verdiutviklingen i selskapene de er investert i. En måte å øke horisonten for resultatmålingen, er å se på glidende gjennomsnitt av avkastningen over flere år, for eksempel 3, 5 eller 10 år. En annen mulighet er å rapportere indikatorer for den underliggende utviklingen i selskapenes resultater. Dette kan for eksempel være utviklingen i nøkkeltall for inntjening eller utbytte, gjerne sett i forhold til bokført egenkapital eller summen av egenkapital og gjeld i selskapene.

Departementet vil i tiden framover vurdere hvilke mål som er egnet for å supplere den ordinære avkastningsrapporteringen i SPU og SPN.

2010 var 3,33 pst. Dette er en økning på om lag 1,8 prosentpoeng siden utgangen av 2008.

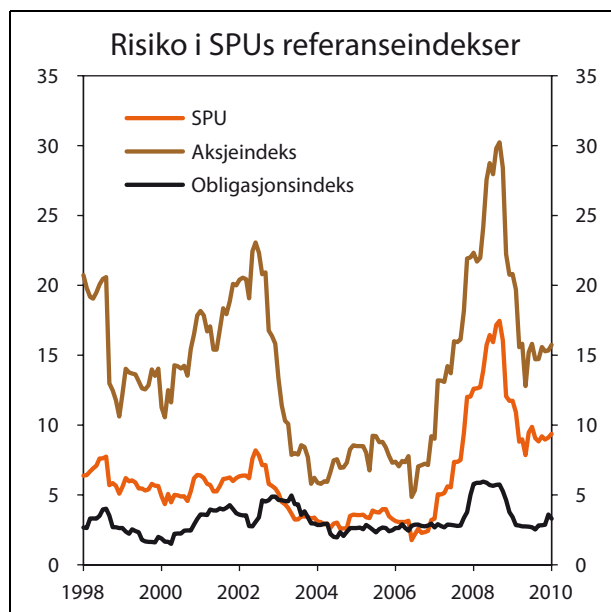
Utviklingen i referanseindeksene har svært stor betydning for totalavkastningen til fondet. Den aktive forvaltningen har gitt et betydningsfullt, men mindre bidrag til totalavkastningen. Dette viser at det i denne perioden har vært beslutningene knyttet til fondets aktivaallokering som har betydd mest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

Risiko

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

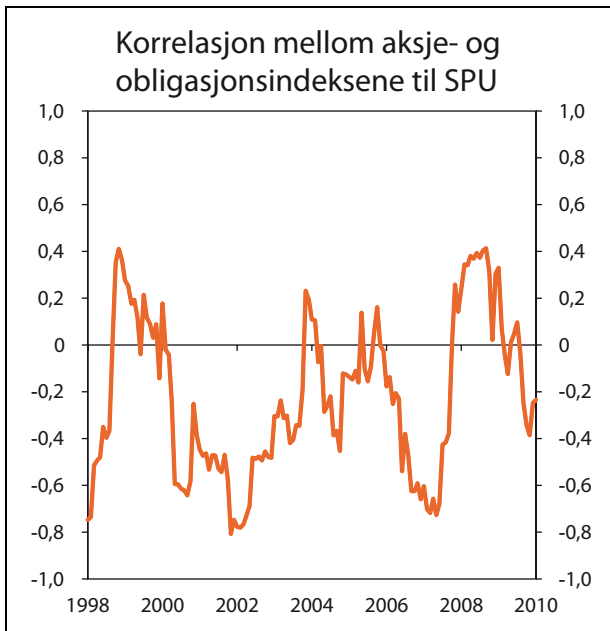
Figur 4.10 viser at svingningene har vært betydelig større i aksjeindeksen enn i obligasjonsindeksen. Svingningene øker gjerne i perioder med stor usikkerhet i økonomien, slik som under finanskrisen i 2008. Samvariasjonen mellom avkastningen til aksje- og obligasjonsindeksen har

også en tendens til å endre seg vesentlig i krisetider. Figur 4.11 viser samvariasjonen mellom indeksene i perioden fra 1998–2010, målt ved korrelasjonen. Korrelasjon lik 1 tilsier at avkastningene beveger seg perfekt i takt, korrelasjon nær null



Figur 4.10 Rullerende 12 måneders standardavvik i SPUs referanseindekser. Prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



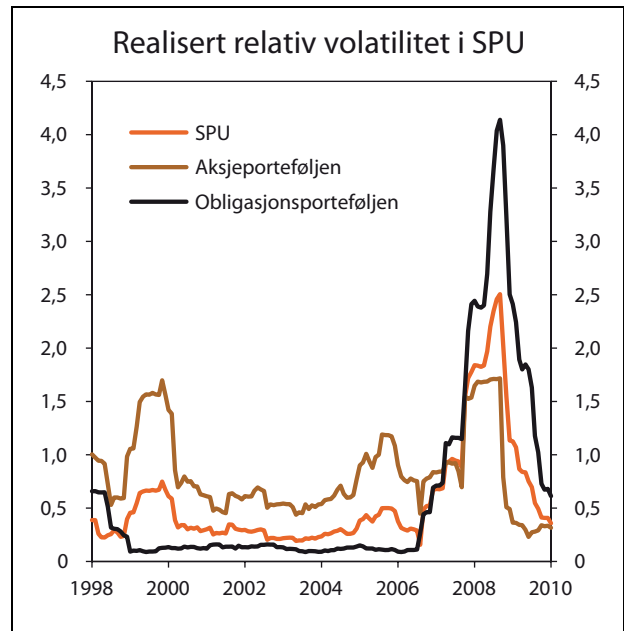
Figur 4.11 Korrelasjon i utviklingen til aksje- og obligasjonsindeksene i SPU

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

betyr at avkastningene beveger seg uavhengig av hverandre, mens negativ korrelasjon betyr at avkastningene beveger seg i motsatt retning. Figuren viser at korrelasjonen økte betydelig under finanskrisen.

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

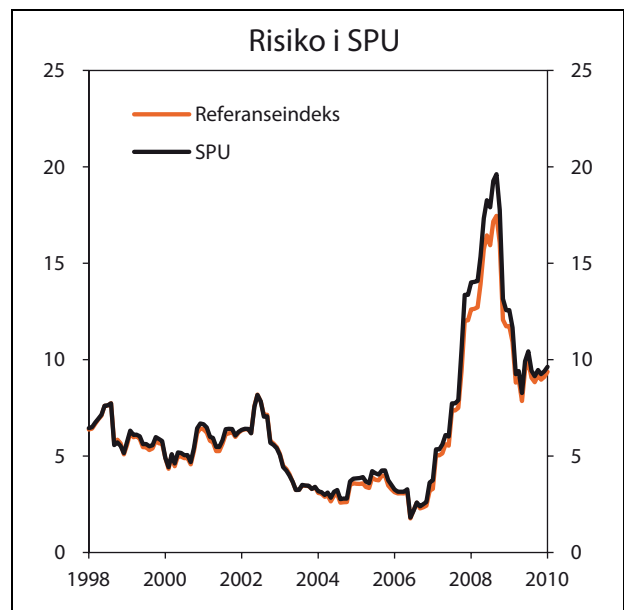
Norges Banks aktive forvaltning gjør at avkastningen i den faktiske porteføljen avviker fra avkastningen i referanseindeksen. Standardavviket til denne differanseavkastningen – enten mer- eller mindreavkastning – er et mål på risikoen i den aktive forvaltningen, og betegnes relativ volatilitet. Relativ volatilitet kan beregnes i etterkant (realisert relativ volatilitet) eller i forkant (forventet relativ volatilitet) av investeringsperioden. I mandatet som departementet har fastsatt for forvatnin-



Figur 4.12 Rullerende 12 måneders realisert relativ volatilitet i SPUs aksje- og obligasjonsporteføljer, samt for fondet. Prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

gen av SPU, stilles det krav om at banken skal investere fondets midler med sikte på at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 1 pst., jf. nærmere omtale i kapittel 5.2. Den forventede relative volatiliteten er et modellberegnet estimat på hvor store svingningene framover kan bli. Siden dette er et estimat, vil det kunne forekomme at den realiserde meravkastningen blir



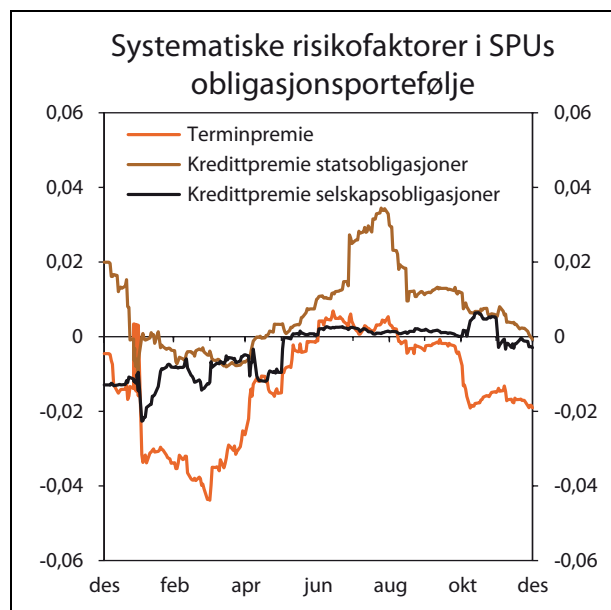
Figur 4.13 Standardavvik i SPU's faktiske portefølje og i referanseindeksen. Prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 4.14 Systematiske risikofaktorer i SPUs aksjeportefølje gjennom 2010. Koeffisienter fra regresjonsanalyse

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 4.15 Systematiske risikofaktorer i SPUs obligasjonsportefølje gjennom 2010. Koeffisienter fra regresjonsanalyse

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

større enn 1 pst. uten at dette er et brudd på rammen. Dersom dette skjer ofte, tyder det imidlertid på svakheter ved selve beregningsmodellen. Figur 4.12 viser utviklingen i realisert relativ volatilitet for henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljene, og for fondet samlet. Figuren viser at de faktiske svingningene i differanseavkastningen til fondet var store under finanskrisen, men at de gjennom 2010 ble markert mindre. Ved inngangen til 2011 var realisert relativ volatilitet godt under 1 pst.

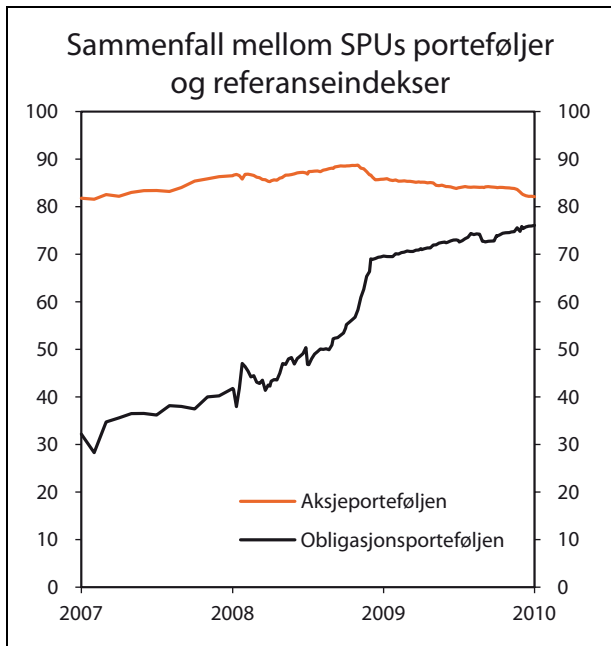
Norges Banks aktive forvaltning innebærer at risikoen i den faktiske porteføljen vil kunne øke noe i forhold til referanseindeksen. Figur 4.13 viser utviklingen i standardavviket til den faktiske porteføljen og til referanseindeksen. Figuren viser at mesteparten av tiden har risikoen i den faktiske porteføljen vært om lag lik risikoen i referanseindeksen. Et unntak var under finanskrisen da risikoen var høyere i fondet enn i indeksen, noe som i stor grad skyldtes deler av fondets obligasjonsinvesteringer. Hoveddelen av disse obligasjonsinvesteringene var ved utgangen av 2010 ikke lenger i porteføljen. Figuren viser at det i all hovedsak er risikoen i referanseindeksen som er avgjørende for risikoen i fondet, og at den aktive forvaltningen kun gir et mindre bidrag.

Både aksjeporteføljen og obligasjonsporteføljen har eksponeringer mot systematiske risikofaktorer, jf. diskusjonen i kapittel 2 i denne meldingen. Figur 4.14 viser aksjeporteføljens anslåtte

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

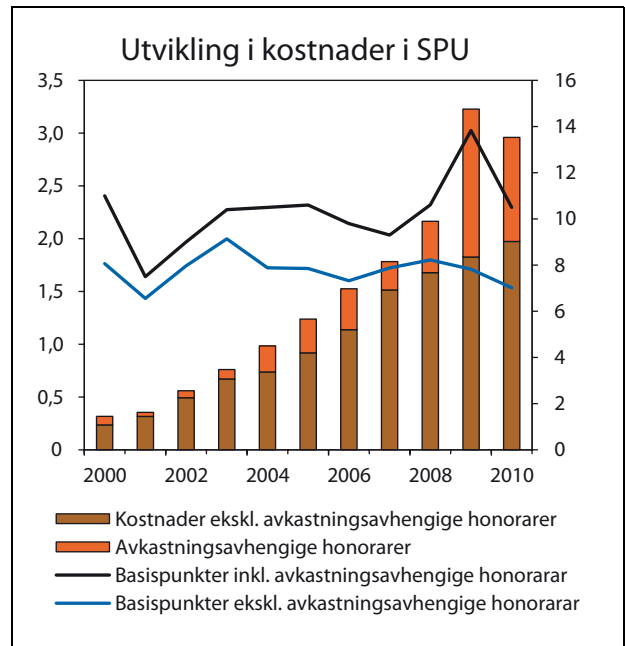
En måte å ramme inn den aktive forvaltningen på, er å begrense hvor stor andel av verdipapirene i porteføljen som kan være ulike verdipapirene i referanseindeksen. Figur 4.16 viser utviklingen i graden av sammenfall for henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen til SPU. Et sammenfall på 100 pst. betyr at den faktiske porteføljen er helt lik referanseindeksen, og følgelig at den faktiske porteføljen har nøyaktig samme risiko som referanseindeksen. Figuren viser at sammenfallet har vært om lag uendret for aksjeporteføljen de siste årene, og ligger i overkant av 80 pst.

Til sammenlikning har det vært en betydelig økning i graden av sammenfall i obligasjonsporte-



Figur 4.16 Grad av sammenfall mellom SPUs faktiske porteføljer og respektive referanseindekser. Prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 4.17 Utvikling i forvaltningskostnader i SPU. Målt i mrd. kroner (venstre akse) og i basispunkter (høyre akse)

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

føljen i etterkant av finanskrisen.⁵ Ved utgangen av 2010 var sammenfallet i overkant av 75 pst.

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

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

Kostnader

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

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

Figur 4.17 viser utviklingen i forvaltningskostnadene for SPU over tid. Målt i kroner har kostnadene økt betydelig. Målt i forhold til forvaltet kapital har de samlede forvaltningskostnadene holdt seg relativt stabile. Kostnader kan deles i faste og variable kostnader. De variable kostnadene vil normalt stige i takt med kapitalen i fondet. Dette gjelder for eksempel kostnader knyttet til depottjenester og til transaksjoner. Andre kostnader bærer mer preg av å være uavhengige av kapitalen i fondet. For eksempel doubles ikke nødvendigvis antall forvaltere dersom kapitalen doubles. Når verdien av fondet øker, burde derfor totalkostnadene målt i

⁵ I obligasjonsporteføljen blir et verdipapir vurdert å være sammenfallende med et verdipapir i referanseindeksen dersom de er utstedt av samme låntaker.

basispunkter av fondets kapital isolert sett bli redusert. Økt kompleksitet i forvaltningen kan imidlertid trekke i motsatt retning. Referanseindeksen til SPU har gjennomgått betydelige endringer siden oppstarten i 1996, blant annet ved innføring av aksjer i framvoksende markeder, inkludering av selskapsobligasjoner og oppbygging av en eiendomsportefølje. Dette er aktivaklasser som er mer kostbare å forvalte enn aksjer eller statsobligasjoner i utviklede markeder. I tillegg medfører den økte kompleksiteten i forvaltningen at overvåkings- og kontrollfunksjonene i Norges Bank må styrkes. Framover vil trolig de økte investeringene i eiendom medføre at kostnadene vil stige noe, se også omtale i kapittel 2.1.

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

Miljørelaterte investeringer

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

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

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

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

energi, som kan gjelde selskaper som produserer fornybar energi eller utvikler utstyr til produksjon av fornybar energi.

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

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

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

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

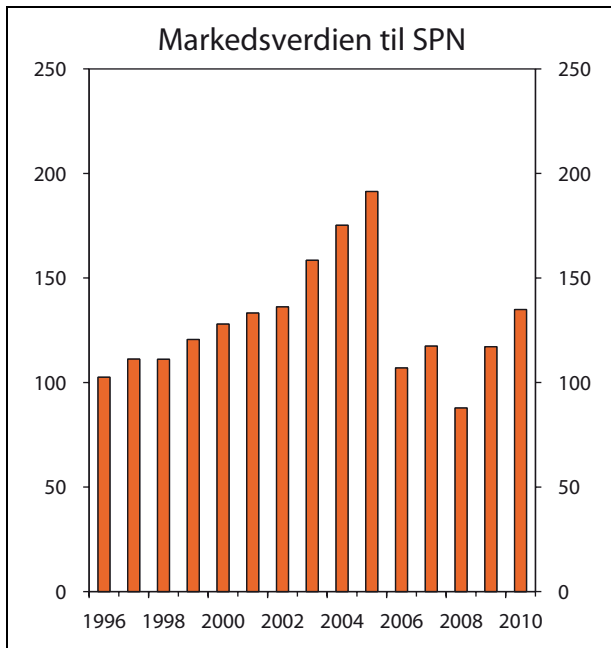
Vurdering av resultatene i SPU

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

4.1.2 Resultatutviklingen i SPN

Utvikling i markedsverdi

Markedsverdien til SPN var 135 mrd. kroner ved utgangen av 2010, om lag 18 mrd. kroner mer enn



Figur 4.18 Markedsverdien til SPN. Mrd. kroner

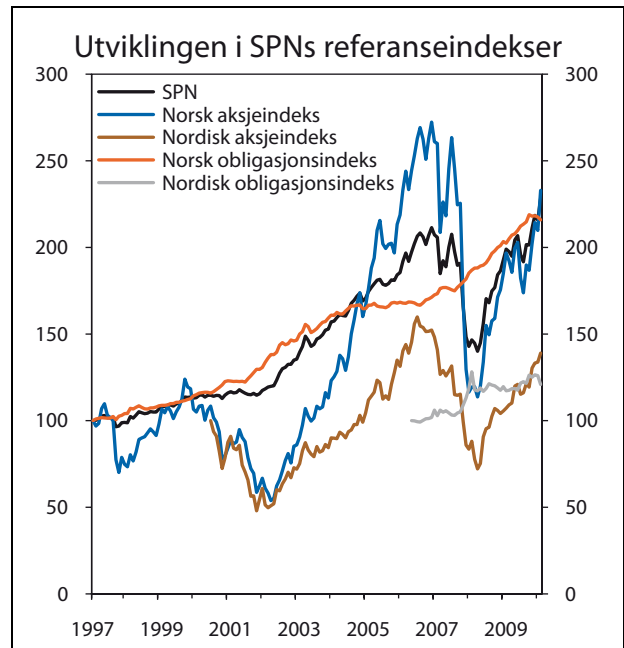
Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

ved inngangen til året, jf. figur 4.18. Økningen er et resultat av god avkastning i fondet.

Kapitalen i SPN er investert i Norge og Norden. SPN er en av de største investorene på Oslo Børs. Ved utgangen av 2010 utgjorde den norske aksjeporteføljen til SPN om lag 9 pst. av verdien av referanseindeksen. Tilsvarende tall for de andre nordiske børsene er om lag 0,3 pst. Obligasjonsindeksene til SPN dekker kun en del av det totale obligasjonsmarkedet i Norge og Norden. Dersom Folketrygdfondet skulle investere kun i de obligasjonene som er inkludert i indeksene, ville SPN eid i overkant av 6 pst. av obligasjonene i den norske indeksen og i underkant av 0,2 pst. av obligasjonene i den nordiske indeksen. For å oppnå bedre resultater benytter Folketrygdfondet muligheten de har gjennom aktiv forvaltning til å investere store deler av porteføljen i verdipapirer som ikke inngår i indeksene.

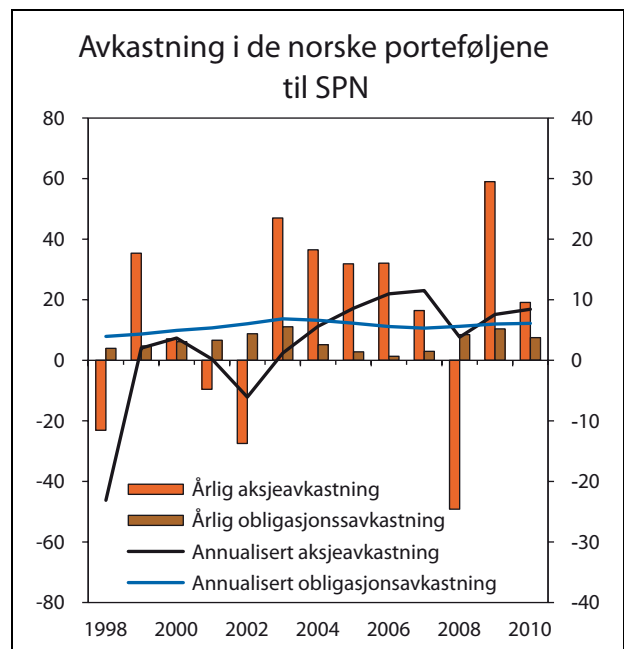
Den økonomiske og finansielle utviklingen

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



Figur 4.19 Utviklingen i SPNs referanseindekser. Indeks 31.12.1997 = 100 for SPN og de norske aksje- og obligasjonsindeksene. Indeks 31.5.2010 = 100 for nordisk aksjeindeks. Indeks 31.3.2007 = 100 for nordisk obligasjonsindeks

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet



Figur 4.20 Avkastning i de norske aksje- og obligasjonsporteføljene til SPN. Avkastning per år (venstre akse) og annualisert i perioden fra 1998 fram til hvert enkelt år (høyre akse). Prosent

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

Tabell 4.2 Avkastning av SPN i 2010, siste 3 år og i perioden 1998-2010. Prosent

	<i>Siste år</i>	<i>Siste 3 år</i>	<i>1998-2010¹</i>
<i>SPN</i>			
Faktisk portefølje	15,27	4,84	7,01
Referanseindeksen	14,71	3,51	6,56
Meravkastning (prosentpoeng)	0,56	1,33	0,46
<i>Norsk aksjeforfølje</i>			
Faktisk portefølje	19,11	-1,26	8,42
Referanseindeksen	18,35	-3,60	6,72
Meravkastning (prosentpoeng)	0,76	2,34	1,70
<i>Nordisk aksjeforfølje</i>			
Faktisk portefølje	28,18	0,46	3,74
Referanseindeksen	29,67	-0,45	3,41
Meravkastning (prosentpoeng)	-1,49	0,91	0,34
<i>Norsk obligasjonsportefølje</i>			
Faktisk portefølje	7,47	8,77	6,10
Referanseindeksen	6,68	7,61	6,10
Meravkastning (prosentpoeng)	0,79	1,16	0,00
<i>Nordisk obligasjonsportefølje</i>			
Faktisk portefølje	3,65	6,23	5,53
Referanseindeksen	3,11	5,53	5,03
Meravkastning (prosentpoeng)	0,54	0,70	0,51

¹ De nordiske aksjeinvesteringene startet opp i mai 2001, mens de nordiske obligasjonsinvesteringene startet opp i februar 2007.

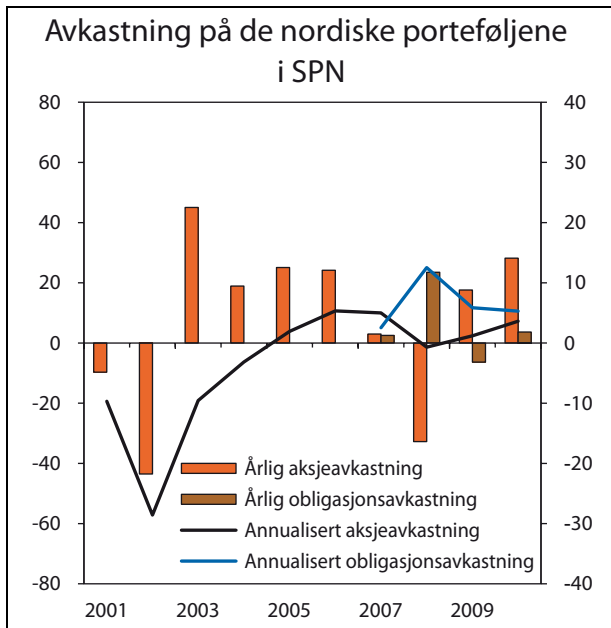
Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

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

Avkastning

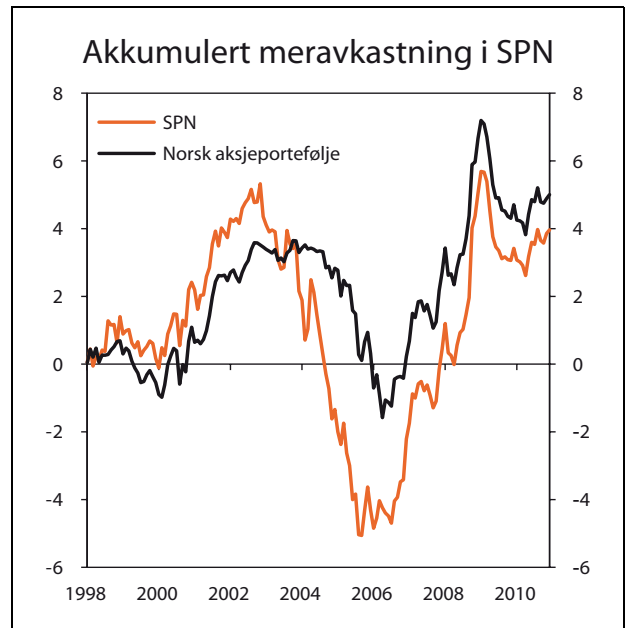
Samlet sett var avkastningen på SPNs referanseindeks 14,71 pst. i 2010, målt i norske kroner. Avkastningen til henholdsvis den norske og den nordiske aksjeindeksen var 18,35 pst. og 29,67 pst., mens avkastningen til den norske og nordiske obligasjonsindeksen var henholdsvis 6,68 pst. og 3,11 pst., målt i norske kroner. Figur 4.19 viser utviklingen i fondets referanseindekser siden 1998.

Avkastningen av fondet i 2010 ble 15,27 pst., jf. tabell 4.2. Høy avkastning de siste to årene har medført at gjennomsnittlig avkastning for fondet siden 1998 nå er i overkant av 7,0 pst., opp fra om lag 4,2 pst. i 2008.



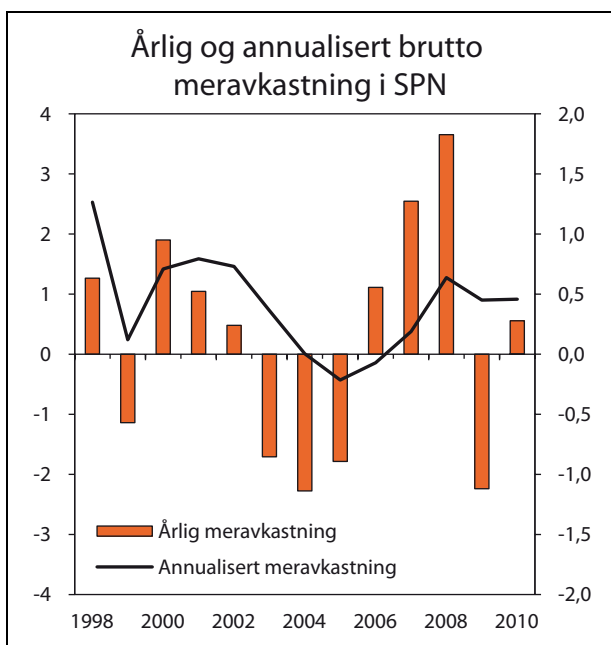
Figur 4.21 Avkastning i de nordiske aksje- og obligasjonsporteføljene til SPN i perioden 1998–2010. Avkastning per år (venstre akse) og annualisert i perioden fra 1998 fram til hvert enkelt år (høyre akse). Prosent

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet



Figur 4.23 Akkumulert meravkastning i SPN. Mrd. kroner

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet



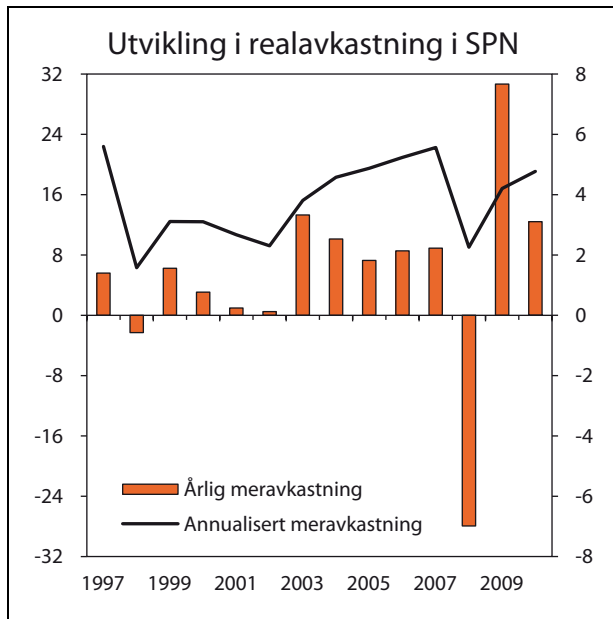
Figur 4.22 Brutto meravkastning i SPN i perioden 1998–2010. Meravkastning per år (venstre akse) og annualisert i perioden fra 1998 fram til hvert enkelt år (høyre akse). Prosent

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

Begge aksjeporteføljene og den norske obligasjonsporteføljen oppnådde god totalavkastning i 2010, mens den nordiske obligasjonsporteføljen hadde noe lavere avkastning, jf. figur 4.20 og 4.21. I perioden fra 1998 til 2010 har den norske aksjeporteføljen hatt høyere avkastning enn den norske obligasjonsporteføljen.

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

Folketrygdfondet har i sin plan for den aktive forvaltningen i SPN gitt uttrykk for at de forventer å oppnå en meravkastning i den aktive forvaltningen av SPN på om lag 0,4 prosentpoeng før kostnader over tid, jf. omtalen i kapittel 3.2 i denne meldingen. Figur 4.22 viser årlig brutto meravkastning i perioden 1998–2010, samt annualisert



Figur 4.24 Realavkastning i SPN etter forvaltningskostnader i perioden 1997–2010. Realavkastning per år (venstre akse) og annualisert i perioden fra 1997 fram til hvert enkelt år (høyre akse). Prosent

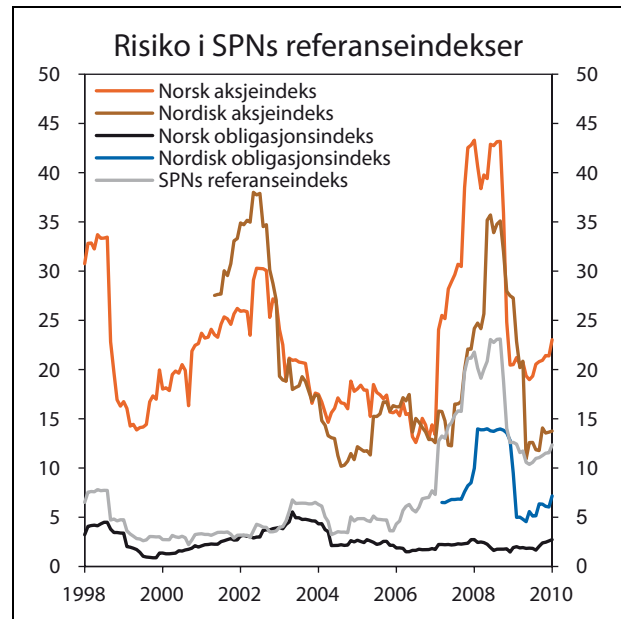
Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

meravkastning fra 1998. Ved utgangen av 2010 var den annualiserte meravkastningen 0,46 prosentpoeng, dvs. noe i overkant av forventningen. Målt i kroner utgjør brutto meravkastning i perioden 1998-2010 i underkant av 4 mrd. kroner,⁶ jf. figur 4.23.

Figur 4.24 viser årlig og annualisert realavkastning etter kostnader i perioden 1997-2010. Realavkastningen etter kostnader i 2010 var 12,4 pst., mens årlig gjennomsnittlig realavkastning i perioden fra 1997 til 2010 var 4,8 pst. Dette er en økning i gjennomsnittlig realavkastning på om lag 2,5 prosentpoeng siden utgangen av 2008.

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

⁶ Meravkastningen i kroner er beregnet ved å multiplisere meravkastningen i måneden med kapitalen ved inngangen til måneden, for deretter å summere dette produktet over alle månedene. Beregningen tar følgelig ikke med effekten av renters rente.



Figur 4.25 Rullerende 12 måneders standardavvik i SPNs referanseindekser. Prosent

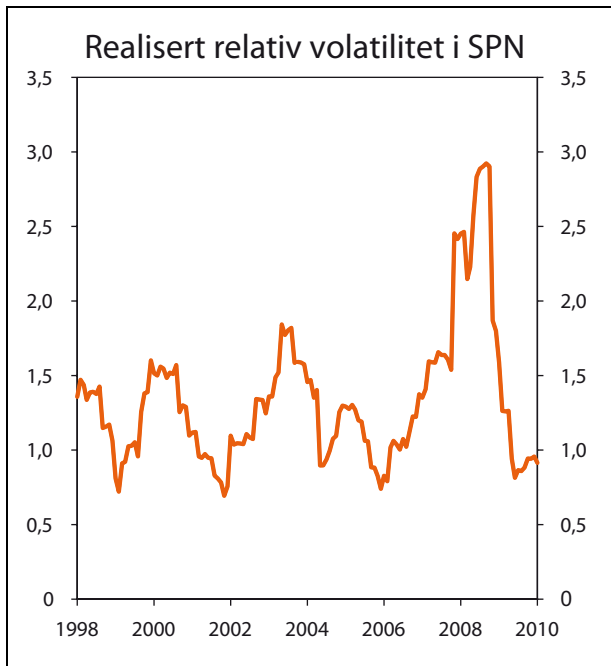
Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

Risiko

Figur 4.25 viser at svingningene i avkastningen er betydelig større i aksjeindeksen enn i obligasjonsindeksen til SPN, og at standardavvikene varierer betydelig over tid. I desember 2006 ble kontolånsordningen avvirket. Dette medførte at kapitalen i fondet ble halvert samtidig som aksjeandelen

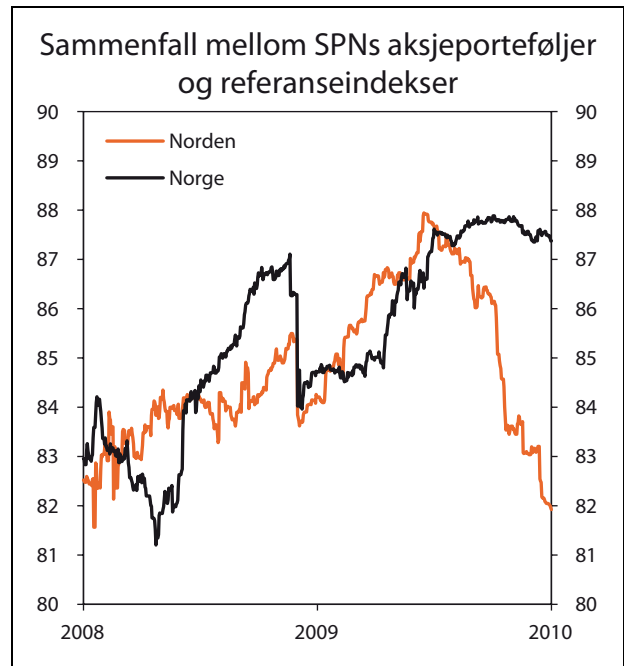


Figur 4.26 Utviklingen til aksje- og obligasjonsindeksene i SPN



Figur 4.27 Rullerende 12 måneders realisert relativ volatilitet i SPN. Prosent

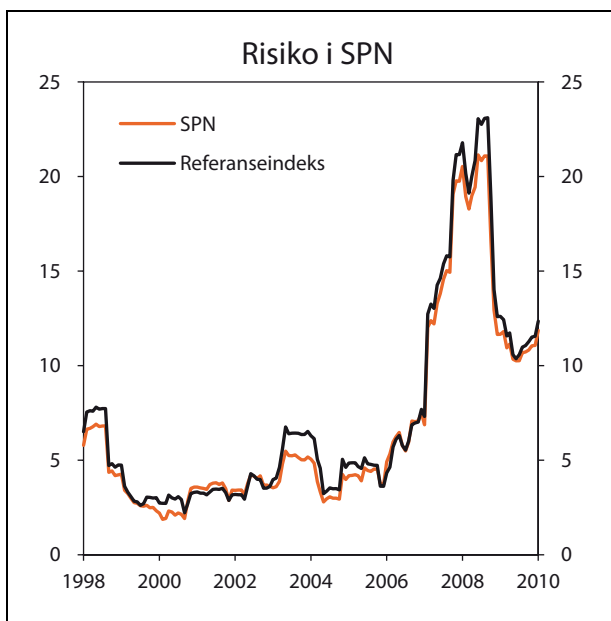
Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet



Figur 4.29 Grad av sammenfall mellom SPNs faktiske aksjeporteføljer og referanseindeksene

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

økte. Fra januar 2007 kunne fondet investere 50 pst. av fondet i aksjer, basert på kostpris. I januar 2008 ble dette økt til 60 pst., men da basert på markedsverdi. På bakgrunn av økningen i aksjeandelen var det forventet at standardavviket til totalindeksen ville øke. Den faktiske økningen



Figur 4.28 Standardavvik i SPNs faktiske portefølje og i referanseindeksen. Prosent

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

som fant sted fra høsten 2007 skyldtes imidlertid også økt standardavvik i aksje- og obligasjonsindeksene og noe økt samvariasjon mellom aksjer og obligasjoner, jf. figur 4.26. Ved utgangen av 2010 var både samvariasjonen og standardavvikene tilbake på nivåer som er noe under gjennomsnittene siden 1998. Det kan derfor antas at standardavviket til totalindeksen ved utgangen av 2010 var i nærheten eller endog noe i underkant av det som vil være et nytt normalnivå.

I mandatet som departementet har fastsatt for forvaltningen av SPN er det stilt krav om at Folketrygdfondet skal investere fondets midler med sikte på at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 3 pst. Figur 4.27 viser utviklingen til den realiserte relative volatiliteten for henholdsvis fondet og aksje- og obligasjonsporteføljene. Figuren viser at de faktiske svingningene til meravkastningen var store under finanskrisen, men har i hele tidsperioden fra 1998 til 2010 vært under 3 pst. Ved inngangen til 2011 var realisert relativ volatilitet om lag 1 pst.

Den aktive forvaltningen Folketrygdfondet foretar betyr ikke nødvendigvis at totalrisikoen i den faktiske porteføljen blir større enn risikoen i referanseindeksen. Folketrygdfondet kan for eksempel velge å ta store posisjoner i selskaper hvor aksjeverdien normalt svinger mindre enn markedet, og ikke å investere i selskaper der

aksjeverdiene normalt svinger mye. I tillegg kan fondet oppnå bedre risikospredning ved å investere i aksjer og obligasjoner som ikke inngår i indeksen, jf. nærmere omtale i kapittel 3.2. Det er dermed mulig å oppnå lavere svingninger i verdien til den faktiske porteføljen enn i referanseindeksen. Figur 4.28 viser utviklingen i standardavviket både for den faktiske porteføljen og referanseindeksen. Figuren viser at risikoen i den faktiske porteføljen i store deler av tiden har vært noe lavere enn risikoen i referanseindeksen, og dette har spesielt gjort seg gjeldende i perioder der svingningene i markedet har økt. I all hovedsak er det referanseindeksen som er avgjørende for risikoen i fondet, men figuren viser at den aktive forvaltningen i perioder har bidratt til å redusere totalrisikoen noe.

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

I løpet av et år vil som regel flere selskaper bli lagt til eller slettet fra aksjeindeksene til SPN. I den norske aksjeporteføljen medfører dette at Folketrygdfondet må kjøpe eller selge store aksjeposter dersom de ikke ønsker å avvike fra indeksen. For å unngå å påvirke prisen på aksjene vil man normalt spre kjøp eller salg over tid. På det tidspunktet endringen i referanseindeksen inntreffer vil derfor sammenfallet mellom referanseindeksen og porteføljen bli redusert, for så gradvis å øke fram til handelen er gjennomført. Figur 4.29 viser utviklingen i graden av sammenfall for aksjeporteføljen til SPN. Ved utgangen av 2010 var det faktiske sammenfallet i den norske aksjeporteføljen i overkant av 87 pst., mens sammenfallet i den nordiske aksjeporteføljen var om lag 83 pst.

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

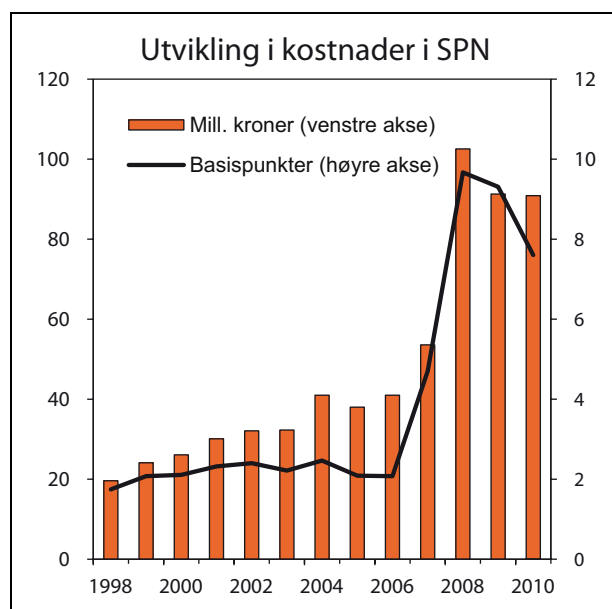
Kostnader

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

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

Figur 4.30 viser utviklingen i kostnadene over tid. Både kronemessig og målt som andel av kapital til forvaltning har kostnadene økt betydelig de siste fire årene. I løpet av disse årene har det skjedd store endringer i forvaltningen av SPN. I forbindelse med avviklingen av kontolånsordningen i desember 2006 ble kapitalen i SPN redusert med i overkant av 100 mrd. kroner, uten at kostnadene ble redusert. Aksjeandelen ble også økt fra i underkant av 20 pst. i 2006 til en strategisk vekt på 60 pst. i 2008. I 2008 ble også Folketrygdfondet omdannet til et særlovsselskap og det ble stilt betydelig strengere krav til styring og kontroll av risiko og rapportering. Dette medførte at Folketrygdfondet måtte foreta betydelig investeringer på systemsiden, samt øke antall årsverk innen disse områdene for å tilfredsstille de nye kravene.

CEM Benchmarking Inv. har sammenlignet fondets kostnader mot kostnadene til sammenlignbare fond og kommet til at kostnadene i SPN er lavere enn gjennomsnittet for de andre fondene. Den viktigste årsaken til de lave kostnadene



Figur 4.30 Utvikling i forvaltningskostnader i SPN. Mill. kroner (venstre akse) og basispunkter (høyre akse)

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

er at SPN kun har intern forvaltning, som gjenomgående er rimeligere enn ekstern forvaltning.

Vurdering av resultatene i SPN

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

4.2 Oppfølgingen av rammeverket for forvaltningen

4.2.1 Operasjonell risiko i forvaltningen av SPU

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

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

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

I Norges Banks årsrapport om forvaltningen av SPU for 2010 er det gjort nærmere rede for hvordan dette rammeverket anvendes i styringen av operasjonell risiko i forvaltningen av fondet. Sty-

ringen innebærer å avdekke mulige risikofaktorer som kan føre til tap, og anslå sannsynligheter for og konsekvenser av mulige uønskede hendelser. Banken søker systematisk å identifisere, vurdere og redusere operasjonell risiko i alle ledd i forvaltningen. Dersom en enkelt risikofaktor eller det totale nåværende risikonivået anslås å være utenfor de rammer som er fastsatt av Norges Banks hovedstyre, iverksettes ytterligere tiltak for å redusere den forventede framtidige risikoen.

Norges Bank vil løpende identifisere feil eller uønskede hendelser i forvaltningen. Det legges derfor stor vekt på å forbedre interne prosesser, slik at sannsynligheten for feil blir så lav som mulig. Banken vil generelt søke å redusere risikoen for uønskede hendelser til et så lavt nivå som hensiktsmessig, basert på en avveining mellom forventet nytte av ytterligere risikoreducerende tiltak og kostnadene ved å iverksette tiltakene.

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

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

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

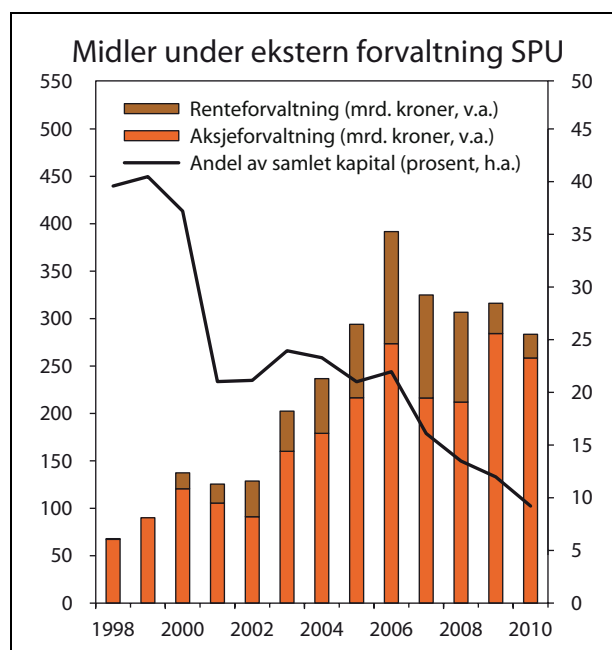
Departementet vil peke på at kapitalforvaltning er en kompleks virksomhet som stiller høye krav til spesialistkompetanse og styringssystemer. Dette gjelder særlig forvaltningen av et så stort fond som Statens pensjonsfond. I store, komplekse virksomheter må en påregne at det løpende vil bli identifisert feil som kan påføre virksomheten tap (eller gevinst). Departementet har merket seg at Norges Bank har etablert et omfattende system for å identifisere, vurdere og rapportere om den operasjonelle risikoen i for-

valtningen, og at det arbeides systematisk med sikte på å redusere risikonivået i forvaltningen til et så lavt nivå som hensiktsmessig. Departementet legger til grunn at banken i styringen av den operasjonelle risikoen avveier hensynet til å holde sannsynligheten for uønskede hendelser så lav som mulig mot kostnadene som påløper som følge av økt kontrollvirksomhet. Etter departementets vurdering er det verken hensiktsmessig eller mulig å legge opp forvaltningen av SPU med sikte på nulltoleranse for feil. Det er likevel viktig at risikostyringen i forvaltningen løpende videreutvikles i takt med fondets størrelse og kompleksitet.

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

4.2.2 Bruk av eksterne forvaltere i forvaltningen av SPU

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



Figur 4.31 Kapital i SPU som var eksternt forvaltet ved utgangen av 2010. Mrd. kroner (venstre akse) og prosentvis andel av samlet kapital (høyre akse)

Kilde: Norges Bank

Behovet for bruk av eksterne forvaltere

I hovedsak forvaltes midlene i SPU internt i Norges Bank. Det er likevel behov for et visst innslag av ekstern forvaltning, noe som må ses i sammenheng med at det er lite realistisk at banken på en kostnadseffektiv måte skal kunne bygge opp intern forvaltning av høy kvalitet i alle markeder der fondet er investert. For eksempel har departementet som eier – med bred tilslutning i Stortinget – bestemt at en del av fondets midler skal investeres i såkalte framvoksende markeder. På bakgrunn av dette er fondets investeringer spredt på 46 land. Det kan også være ønskelig å bruke eksterne forvaltningsselskaper med spesialistkompetanse og lokal kunnskap for å identifisere investeringsmuligheter som kan tilføre fondet verdier, for eksempel knyttet til bestemte sektorer eller markeder. Et visst innslag av ekstern forvaltning vil også kunne bedre forvaltningen, ved at dette kan brukes som en målestokk for den interne forvaltningen i Norges Bank. Det er følgende flere forhold som tilsier at det kan være hensiktsmessig at banken supplerer den interne forvaltningen med å kjøpe inn forvaltningstjenester fra eksterne organisasjoner.

I 1998 var 40 prosent av SPU's kapital forvaltet av eksterne forvaltningsselskaper. Den høye

andelen hadde sammenheng med at Norges Bank valgte å sette ut all aksjeforvaltning til eksterne forvaltningsselskaper da departementet åpnet for investeringer i aksjer. Andelen av fondet som forvaltes eksternt er siden blitt redusert gradvis i takt med at det er bygget opp intern kompetanse i banken. Ved utgangen av 2010 var 283 mrd. kroner eller drøyt 9 pst. av kapitalen forvaltet eksternt, jf. figur 4.31. Det var satt ut til sammen 62 eksterne forvaltningsoppdrag (mandater) som ble forvaltet av 45 ulike organisasjoner. Hoveddelen av disse mandatene var innen aksjeforvaltning.

Prosess for valg av eksterne forvaltere

Det ligger en omfattende og grundig prosess til grunn for valg av eksterne forvaltningsselskaper. Prosessen omfatter blant annet informasjonsinnhenting, analyser, møter og vurderinger. Normalt vil det gå fra seks til åtte måneder fra det første møtet mellom banken og en ekstern forvalter, til beslutning om et forvaltningsoppdrag treffes.

Den første fasen i denne prosessen består i at Norges Bank foretar en undersøkelse av potensielle eksterne forvaltningsselskaper til et bestemt forvaltningsoppdrag, noe som gjøres gjennom å innhente informasjon fra aktører i markedet og gjøre søk i databaser. Deretter må selskaper som vurderes som aktuelle for et forvaltningsoppdrag fylle ut et spørreskjema hvor de opplyser om eiersituasjonen i selskapet, kapital under forvaltning, investeringsprosess, personell og selskapets porteføljeinvesteringer. Normalt vil det være Norges Bank som tar kontakt med et eksternt forvaltningsselskap og oppfordrer dette til å søke på det aktuelle forvaltningsoppdraget, men forvaltningsselskaper har også anledning til å søke på forvaltningsoppdrag på fritt grunnlag.⁷ De innledende undersøkelsene danner grunnlag for hvilke forvaltningsselskaper Norges Bank ønsker å møte.

Banken vil deretter avholde møter med alle relevante kandidater, som i enkelte tilfeller kan utgjøre 20-30 ulike forvaltningsselskaper. Møtene foregår i forvalternes lokaler, noe som ifølge Norges Bank er viktig fordi det gjør det mulig å treffe de personene som har innflytelse over investeringsbeslutningene, risikostyringen mv. På bakgrunn av disse innledende samtaler velger banken ut et begrenset antall forvaltningsselskaper som blir fulgt opp gjennom en mer omfattende prosess, der en blant annet innhenter ytterligere

informasjon om organisering, oppnådde resultater, kompetanse mv.

Den avsluttende fasen består i at banken treffer beslutning om valg av selskap, der forventningen om forvalterens evne til å skape merverdier over tid er et sentralt element i vurderingen. Andre forhold som tillegges vekt er forvalterens markedskunnskap, hvilke informasjonskilder som benyttes og hvordan analyser og vurderinger skiller seg fra andre aktører. Bankens viser i årsrapporten om SPU for 2010 til at analyser av forvaltningsselskapets oppnådde resultater og samtaler med enkeltpersoner i selskapet om selskapsesifikke forhold, utgjør det viktigste beslutningsgrunnlaget for valg av en ekstern forvalter.

Rammeverk for bruk av eksterne forvaltere

Engasjement av eksterne forvaltningsselskaper er en del av Norges Banks operative forvaltning. Departementet har i en egen forskrift om risikostyring og internkontroll pålagt bankens organer et ansvar for risikostyring og internkontroll også der forvalteroppdrag er satt ut eksternt. Bankens område for kapitalforvaltning (Norges Bank Investment Management, NBIM) har en avdeling for kontroll og etterlevelse, som skal påse at disse reglene følges. Videre skal Norges Banks internrevisjon vurdere bankens internkontroll, rutiner og andre forhold av betydning for bankens virksomhet.

Norges Bank har med denne ansvarsdelingen som utgangspunkt etablert omfattende prosedyrer for å vurdere eksterne forvaltningsselskaper før de får tildelt oppdrag. Prosedyrene innebærer at det foretas en omfattende gjennomgang av avkastningsforventninger og risiko knyttet til det aktuelle investeringsoppdraget. Bankens gjennomgår videre svar på detaljerte spørreskjemaer og foretar også flere besøk hos forvaltningsselskapet, jf. ovenfor.

Videre har banken en grundig gjennomgang av selskapets organisering og risikokontrollsystemer, samt hvilke lisenser forvaltningsselskapet har fra lokale myndigheter. For å bli vurdert som ekstern forvalter må forvaltningsselskapet ha tilfredsstillende etisk regelverk, god ansvarsdeling mellom avdelinger i selskapet og en hensiktsmessig intern organisering. Selskapet må også ha lisens i et land med tilfredsstillende regulering av og tilsyn med finanssektoren. I tillegg har Norges Bank engasjert et internasjonalt revisjonsselskap som foretar uavhengige evalueringer av samtlige forvalteres bakgrunn, omdømme og integritet –

⁷ Informasjon om aktuelle forvaltningsoppdrag er tilgjengelig på bankens internettsider (www.nbim.no).

og der en også ser etter mulige kontroversielle forhold hos den aktuelle forvalteren.

Det avtalte investeringsoppdraget vurderes også ut fra hensynet til risikokontroll, og det inngås en juridisk avtale med utgangspunkt i bankens standarder. Avtalen inneholder forvalterens rettigheter og plikter, inkludert omfattende rapporteringskrav. Midlene som tildeles hvert forvaltningsselskap settes på egne, adskilte konti for hvert forvaltningsoppdrag, noe som ytterligere sikrer kontrollen.

Forvaltningen av mandatene følges deretter nøye opp internt i Norges Bank med utgangspunkt i dette rammeverket, og det iverksettes tiltak hvis forventningene og retningslinjene i kontrakten ikke oppfylles. I de mest alvorlige tilfeller blir mandatet avsluttet. Banken har sikret at en avtale kan avsluttes på dagen og porteføljen overføres til annen forvaltning neste dag.

Banken avholder regelmessige møter med hvert forvaltningsselskap, og en gang i året er det en omfattende gjennomgang av dokumentasjon, rapportering og andre aktuelle forhold. Denne gjennomgangen omfatter også stedlig besøk i forvaltningsselskapets lokaler.

Rutinene for oppfølging av de økonomiske vilkårene i avtaler med forvaltningsselskaper tar for øvrig utgangspunkt i at Norges Bank mottar fakturaer fra hvert forvaltningsselskap på kvartalsbasis. Fakturaene blir avstemt mot godtgjøringsstatene i forvaltningsavtalene og en uavhengig beregning av kapital under forvaltning og eventuell meravkastning. Banken foretar ingen utbetaling av godtgjøring før avregning av godtgjøring er kontrollert og godkjent i henhold til bankens interne rutiner for fakturahåndtering.

Godtgjøring til eksterne forvaltere

Mandatet som departementet har fastsatt for SPU stiller krav om at godtgjøringsstrukturen i avtaler med eksterne forvaltere skal være utformet slik at den ivaretar fondets økonomiske interesser, herunder tar hensyn til tidshorizonten for de aktuelle investeringsstrategiene. Det er også stilt krav om at de enkelte avtalene med forvaltere om avkastningsavhengige honorarer skal struktureres slik at fondet beholder den vesentligste delen av meravkastning.

Utgangspunktet for Norges Banks forvaltningsoppdrag er å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader. Dette innebærer at banken må vurdere mulighetene for høy avkastning i forhold til de kostnader banken vil pådra seg for å oppnå best mulig avkastning. Investeringer handler om,

usikkerhet (risiko) og forventninger om framtidig avkastning og tilhørende kostnader. Norges Bank legger vekt på å vurdere alle disse forholdene for hver avtale som inngås med et eksternt forvaltningsselskap. Avtalene inngås innenfor et fast rammeverk. Utgangspunktet ved inngåelse av slike avtaler er å sørge for at fondet vil sitte igjen med høyest mulig verdi etter kostnader.

Kostnadene, eller honorarene, til eksterne forvaltningsselskaper har gjerne to elementer. Det er et fast honorar som utbetales i forhold til markedsverdien på porteføljen av de finansielle instrumentene som inngår i forvaltningsoppdraget, og et variabelt honorar som utbetales avhengig av hvor god verdiutviklingen i oppdraget er i forhold til utviklingen i det markedet oppdraget gjelder for. Faste honorarer skal i utgangspunktet kun dekke kostnadene knyttet til det konkrete forvaltningsoppdraget, og banken viser til at de ligger betydelig under markedsstandard for oppdraget.

Når det gjelder avkastningsavhengige honorarer, innførte Norges Bank i 2009 en ny struktur der hensikten er å sikre en mer langsiktig investeringshorisont også hos de enkelte eksterne forvalterne. Den nye strukturen innebærer at forvaltere bare vil få utbetalt en viss andel av det opptjente honoraret de første fem årene. Utbetalingsandelen vil øke jo lenger forvaltningsoppdraget har vært i virksomhet. Ved å holde tilbake deler av honoraret, søker banken å sikre større grad av samsvar mellom forvalternes insentiver og fondets overordnede målsetting om høyest mulig avkastning gitt moderat risiko. Samtidig har banken bestemt at det avkastningsavhengige honoraret vil avhenge av oppnådd meravkastning siden forvaltningsoppdraget ble tildelt. Dette innebærer at dersom en forvalter opplever en periode med mindrevkastning, må forvalteren tjene inn hele mindrevkastningen før det igjen blir beregnet avkastningsavhengige honorarer. Samlet utbetalt honorar knyttet til et forvaltningsoppdrag vil, selv over mange år, derfor normalt ikke være høyere enn en fast andel av meravkastningen som er skapt i forvaltningsoppdraget.

I tillegg er honorar utbetalt i et enkelt år begrenset oppad (tak) som en bestemt andel av kapital under forvaltning. Honorar som opptjenes utover dette taket vil kunne komme til utbetaling senere, men bare dersom den oppnådde meravkastningen siden oppstart da fortsatt er positiv. Banken viser i årsrapporten om SPU for 2010 til at de med de endringene i honorarstrukturen som er gjennomført, ikke regner med at framtidige honorarer i enkeltår vil komme opp i tilsvarende

nivåer som de høyeste utbetalingene i 2009. Det opplyses for øvrig at alle eksterne forvaltningsoppdrag tildelt fra 2010 er underlagt den nye strukturen.

Norges Bank har som utgangspunkt at hver enkelt avtale med eksterne forvaltere utformes slik at de totale honorarene (summen av de faste og avkastningsavhengige honorarene) blir så lave som mulige sett i forhold til hvor god verdiutviklingen i forvaltningsoppdraget forventes å bli. I hvert enkelt tilfelle gjøres en vurdering av oppdragets struktur og lokale eller særskilte markedsforhold. I tillegg vil bankens vurderinger kunne påvirkes av forhold som forvalterens kompetanse, særegenhet og mulighet til å skape meravkastning.

Norges Bank viser til at banken som en stor, langsiktig og anerkjent investor normalt vil ha en sterk forhandlingsposisjon overfor eksterne forvaltningsorganisasjoner. Samtidig pekes det på at konkurransen om mange forvalteres kapasitet er hard, og at ikke alle forvaltere er villige til å godta bankens vilkår.

En stor andel av de eksterne forvaltningshonorarene er avhengig av oppnådd meravkastning. Totale forvaltningskostnader vil derfor normalt være høyere i år med gode resultater. Videre vil spesialiserte forvaltningsoppdrag normalt kreve flere ressurser og noe høyere honorarer. I årsrapporten for SPU vises det til at andelen spesialistmandater er økt de siste årene, samtidig som det er oppnådd gode resultater. Banken peker videre på at kostnadene knyttet til ekstern forvaltning likevel er på et lavt nivå sammenliknet med markedet for tilsvarende oppdrag.

Verdiskapingen i den eksterne forvaltningen

Departementet følger løpende opp resultatene i forvaltningen av SPU. I den årlige meldingen om Statens pensjonsfond gis en vurdering av utviklingen i fondets samlede avkastning, herunder resultatene som er oppnådd i den aktive forvaltningen. Videre foretar departementet en vurdering av kostnadene i forvaltningen. Departementet er opptatt av at de samlede forvaltningskostnadene holdes på et lavt nivå, og har derfor etablert et opplegg med regelmessige uavhengige gjennomganger der bankens forvaltningskostnader sammenliknes med kostnadene i andre store fond internasjonalt. Disse sammenlikningene viser at banken gjennomgående har et relativt lavt kostnadsnivå, jf. omtalen i kapittel 4.1.

Departementets utgangspunkt for vurderingen av verdiskapingen i forvaltningen av SPU er

utviklingen i fondets samlede avkastning og kostnader, og ikke verdiskapingen i den eksterne forvaltningen isolert sett. Departementet vil i den forbindelse vise til at det er lagt opp til regelmessige gjennomganger av den aktive forvaltningen i SPU, jf. Meld. St. 10 (2009-2010), med vekt på å vurdere resultatene i den aktive forvaltningen opp mot Norges Banks og departementets forventninger om meravkastning, og sammenholde disse med kostnadsnivået i forvaltningen.

Norges Bank viser i årsrapporten for SPU til at erfaringene med å engasjere eksterne forvaltningsselskaper til å gjennomføre forvaltningen av deler av aksjeporteføljen er svært gode. Ved utgangen av 2010 var det samlede bidraget fra den eksterne aksjeforvaltningen til SPU's meravkastning på 22,4 mrd. kroner, mens honorarer utbetalt til disse forvalterne utgjorde 6,7 mrd. kroner. Erfaringene med ekstern forvaltning er mer blandet på rentesiden enn på aksjesiden, noe som først og fremst skyldes svake resultater under finanskrisen. Fondets eksterne renteforvaltning er nå i all hovedsak avsluttet.

Ekstern gjennomgang av Norges Banks bruk av eksterne forvaltere

Norges Banks representantskap har, etter innspill fra departementet og ved hjelp av bankens eksterne revisor, foretatt en uavhengig gjennomgang av rammeverket for risikostyring og kontroll knyttet til bruk av eksterne forvaltere i SPU. I gjennomgangen har revisor vurdert om rammeverket er i tråd med anerkjente og relevante standarder og om det er implementert slik det er utformet.

Vurderingen har tatt utgangspunkt i et sett målekriterier som er avledet fra relevante standarder. Målekriteriene er anvendt på fire hovedområder: organisasjonsstruktur, avkastningsmåling, risikostyring og utvelgelse og oppfølging. Revisor har med dette som utgangspunkt foretatt en omfattende gjennomgang av skriftlig dokumentasjon, avholdt møter mv., for å kartlegge hvorvidt bankens prosesser og systemer knyttet til disse hovedområdene er i samsvar med de etablerte kriteriene.

Revisor konkluderer i sin rapport med at Norges Bank i det alt vesentligste har utformet og etablert et rammeverk for ekstern forvaltning som er i samsvar med anerkjente og relevante standarder, jf. omtale i Representantskapets rapport til Stortinget av 6. april 2011.

Departementets vurderinger

Departementet legger vekt på at forvaltningen av Statens pensjonsfond skal holde en høy etisk standard og være i tråd med anerkjente prinsipper for forvaltning av statlige investeringsfond. Departementet legger videre vekt på at det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen av SPU, innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av Norges Banks forvalteroppdrag. Åpenhet er en forutsetning for at det skal være bred tillit til forvaltningen.

Uavhengige internasjonale undersøkelser viser at det generelt er stor åpenhet om forvaltningen av våre felles sparemidler.⁸ Norges Bank oppgir i dag en fullstendig liste over eksterne forvaltere fordelt på de to aktivaklassene aksjer og renter. Videre oppgis samlet kapital til forvaltning hos eksterne forvaltere, med fordeling på aksjer og renter. Banken oppgir også totalt honorar til eksterne forvaltere, herunder avkastningsavhengige honorarer. Det redegjøres også for hvor stor andel av oppnådd mer-/mindreavkastning som kan knyttes til ekstern forvaltning, med fordeling på aksjer og renter. Etter departementets vurdering gir banken i dag samlet sett opplysninger om ekstern forvaltning som er i tråd med anerkjent praksis internasjonalt.

Norges Bank nyter godt av en sterk forhandlingsposisjon vis-à-vis eksterne forvaltere som følge av fondets størrelse og anseelse. Dette innebærer at banken normalt vil få tilgang til de beste forvalterne internasjonalt, og at de kan ha mulighet til å oppnå lavere honorarer enn mange andre kunder. Muligheten til å oppnå gode betingelser vil kunne svekkes dersom en offentliggjør detaljer i kontraktene med enkeltforvaltere. Normalt vil navn på enkeltforvaltere, forvaltningskapital og oppnådd honorar bli oppfattet å være forretnings-sensitiv informasjon. Offentliggjøring av denne type informasjon vil derfor kunne få som konsekvens at banken må betale en høyere pris for eksterne forvaltningstjenester enn i dag eller at de ikke får tilgang til de beste forvalterne. Departementet mener derfor at hensynet til åpenhet må avveies mot hensynet til en effektiv gjennomføring av forvalteroppdraget.

Departementet er opptatt av at forvaltningen av SPU skjer på en mest mulig kostnadseffektiv måte. Sammenlikninger med andre fond viser at

banken gjennomgående har et relativt lavt kostnadsnivå, jf. ovenfor.

Mandatet for SPU stiller krav om at fondet skal beholde den vesenligste delen av oppnådd meravkastning, når en bruker avkastningsavhengig godtgjøring til eksterne forvaltere. Det er imidlertid ikke innført en generell regel om at alle avtaler som inngås med eksterne forvaltere skal ha et tak for avkastningsavhengig godtgjøring. Dette må ses i sammenheng med at avtaler som inngås med eksterne forvaltningsselskaper generelt er et resultat av en forhandlingsprosess, der godtgjøringsstruktur er ett av flere elementer det forhandles om. Bankens vurderinger i de enkelte konkrete forhandlingene vil ta utgangspunkt i hva som best tjener fondets økonomiske interesser.

Spørsmålet om hvilken godtgjøringsstruktur, herunder sammensetning av faste og avkastningsavhengige honorarer, som er mest hensiktsmessig i hvert enkelt tilfelle må vurderes ut fra de premisser som ligger til grunn ved avtaleinngåelsen. Departementet mener det er gode grunner til at banken selv bør få beslutte hvilken godtgjøringsstruktur som best tjener fondets interesser i det enkelte tilfelle. Samtidig er det viktig at banken i sin beslutning om godtgjøringsstruktur søker å ivareta hensynet til fondets omdømme og den allmenne oppslutning om forvaltningen. Det er klart at svært høye honorarer til enkeltforvaltere kan bidra til å utfordre fondets omdømme.

Norges Bank har innført en ny struktur for de avkastningsavhengige honorarene, hvor formålet er å sikre en mer langsiktig investeringshorisont også hos de eksterne forvalterne. Den nye strukturen innebærer blant annet at det er satt begrensninger på honorar utbetalt i et enkelt år (tak). Et slikt tiltak vil etter departementets syn bidra til å støtte opp under hensynet til fondets omdømme.

Det er samtidig viktig å ivareta de etablerte prinsippene for rolle- og ansvarsdelingen mellom eier og forvalter. Departementet har lagt vekt på at det skal være en reell delegering av ansvar til banken, og at reguleringene fra departementet i størst mulig grad skal være rammepreget. Det nye mandatet for SPU er utformet etter dette hovedprinsippet. Bare da gir det mening å stille banken til ansvar for de resultatene som skapes. Det vil derfor kunne framstå som noe vilkårlig dersom departementet skulle fastsette detaljerte krav til enkeltelementer i svært komplekse avtaler med eksterne forvaltere som blir bestemt gjennom forhandlinger. En detaljert utforming av retningslinjene vil kunne gi et system der mer av den operative forvaltningen i praksis flyttes til departe-

⁸ Se blant annet kåringen fra The Peterson Institute for International Economics, der SPU kommer på topp i en sammenlikning av statlige fond når det gjelder åpenhet, ansvarlighet og transparens (<http://www.iie.com/publications/briefs/truman4983.pdf>)

mentet, noe som verken vil være mulig eller hensiktsmessig.

Etter en samlet vurdering har departementet kommet til at dagens bestemmelse i mandatet for SPU om at fondet skal beholde den vesentligste delen av oppnådd meravkastning bør suppleres med en ny bestemmelse om at banken også skal ha tak på avkastningsavhengige honorarer utbetalt til eksterne forvaltningsselskaper. Bestemmelsen vil være generelt utformet og i tråd med den nye strukturen i bankens avtaler om eksternt forvaltning.

Departementet vil for øvrig peke på at det er etablert et omfattende system for uavhengig kontroll både internt og eksternt i Norges Bank som etter departementets vurdering samlet sett gir en betryggende kontroll av bankens virksomhet, herunder kontroll av kontrakter med eksterne forvaltere.

4.2.3 Uavhengig gjennomgang av tilførsel av midler mv. i SPU

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

Revisors gjennomgang viser at Norges Bank har utformet og implementert et rammeverk for styring og kontroll av tilførsel av midler og eksponering mot referanseindeksen som i det alt vesentligste er i samsvar med anerkjente og relevante standarder. Videre konkluderer revisor med at banken i det alt vesentligste har implementert de relevante anbefalingene fra den tidligere Ernst & Young-rapporten.

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

4.2.4 Attestasjonsuttalelse vedrørende Folketrygdfondets forvaltning av SPN

Folketrygdfondet forestår forvaltningen av SPN på vegne av og etter retningslinjer fastsatt av departementet. Som del av oppfølgingen av Folketrygdfondets forvaltning er det gjennom oppdragsavtalen med revisor etablert en ordning med

såkalte attestasjonsoppdrag. Det er lagt til grunn at attestasjonsoppdraget for 2010 skal dekke både Folketrygdfondets internkontrollsystem og Folketrygdfondets overholdelse av retningslinjer, jf. omtale av metodikken i et attestasjonsoppdrag i Nasjonalbudsjettet 2011.

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

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

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

4.3 Arbeidet med ansvarlig investeringspraksis

4.3.1 Innledning

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

Boks 4.2 Rapport om bærekraftige investeringer

World Economic Forum lanserte under det årlige møtet i Davos en rapport om bærekraftige investeringer. Finansdepartementet deltok i 2010 i en arbeidsgruppe knyttet til utarbeidelsen av rapporten. Bærekraftig investeringspraksis defineres i rapporten som investeringspraksis som integrerer langsiktige miljø- og samfunnsmessige kriterier og hensynet til god selskapsstyring i investerings- og eierskapsarbeidet for å oppnå best mulig risikoustert avkastning.

Rapporten understreker finansmarkedenes viktige rolle i arbeidet med å oppnå bærekraftig økonomisk utvikling og er spesielt interessant fordi den ser på utfordringer og løsninger for hele det økonomiske systemet, fra kapitaleier til selskap. En slik bred tilnærming er nødvendig for å redusere flere viktige hindre til bærekraftig investeringspraksis. Rapporten tar opp mulige tiltak innenfor følgende områder:

- bedre informasjon om miljø- og samfunnsmessige faktorer som er finansielt relevante,
- styrket kompetanse, slik at både investorer og selskapsledelse kan vurdere denne informasjonen,
- endrede incentivstrukturer, slik at langsiktige, bærekraftige interesser sikres bedre, og
- styrket styringsstruktur mellom selskaper og kapitaleiere for å oppnå bedre langsiktig verdiskaping.

Rapporten skisserer løsninger innenfor disse områdene for bl.a. kapitaleiere, kapitalforvaltere, selskaper og revisjons- og tilsynsorganer. Rapporten framhever at kapitaleiere bør legge særlig vekt på økt åpenhet omkring investeringenes miljø- og samfunnsmessige karakteristika. Kapitalforvaltere bør ifølge rapporten ha kompensasjonssystemer som i større grad er rettet mot langsiktig meravkastning. Selskaper bør arbeide for strukturert dialog med investorer om spørsmål knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring. Revisjons- og tilsynsorganer bør bidra til integrert rapportering, med relevant informasjon om miljø- og samfunnsmessige forhold som en del av den alminnelige selskapsrapporteringen.

Mange av utfordringene og mulighetene WEF-rapporten omtaler faller inn under «prinsippal-agent-temaet»: Hvordan kan vi som eier sikre at våre interesser ivaretas gjennom hele investeringskjeden? Noe av nøkkelen til å oppnå gode løsninger ligger i å utøve tydelig og forutsigbart eierskap. Dette fordrer god kommunikasjon mellom eiere og selskaper, og at eierne signaliserer tydelig hva slags informasjon de legger vekt på i sine investeringsbeslutninger. WEF-rapporten kommer med en del forslag til løsninger for hvordan en slik felles forståelse kan oppnås i større grad og er et nyttig bidrag til å bedre dialogen mellom kapitaleier og selskaper.

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

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

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

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

Eierskapsarbeidet er fortsatt et sentralt virkemiddel i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis for Statens pensjonsfond. Utøvelsen av eierrettigheter for SPU og SPN bygger på en felles plattform av internasjonalt anerkjente prinsipper. Samtidig er virkemidlene som brukes i dette arbeidet noe forskjellige i lys av fondenes ulike størrelse

og investeringsstrategi. Utelukkelse av selskaper er et virkemiddel forbeholdt særlige tilfeller, og en siste utvei etter at man har vurdert selskapets vilje og evne til å bedre praksis. Dette er primært et virkemiddel for SPU i tråd med retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU.

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

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

Eierskapsutøvelse

Grunnprinsippene for eierskapsutøvelsen er de samme for SPU og SPN, jf. boks 4.3. Norges Bank og Folketrygdfondet har nedfelt egne prinsipper for utøvelsen av eierrettigheter basert på disse grunnprinsippene. Eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet er nærmere omtalt i avsnittene 4.3.2 og 4.3.3 nedenfor.

Utelukkelse og observasjon av selskaper

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

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

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

Virkemiddelbruk

En bærebjelke i arbeidet med ansvarlig investeringspraksis er å bidra til at selskaper drives på en god og bærekraftig måte, noe som på lengre sikt også kan påvirke samfunnsøkonomisk utvikling og fondets avkastning. Virkemidlene man har til disposisjon i forvaltningen av SPU og SPN skal anvendes med dette for øye.

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

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

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

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

Boks 4.3 Grunnprinsipper for utøvelse av eierskap

Utøvelse av eierrettigheter som del av forvaltningen av Statens pensjonsfond er basert på FNs Global Compact, OECDs prinsipper for eierstyring (Corporate Governance Guidelines) og OECDs prinsipper for flernasjonale selskaper (Guidelines for Multinational Enterprises). Disse internasjonale prinsippene angir normer for god selskapsstyring og stiller krav til god selskapspraksis i håndteringen av miljømessige og samfunnsmessige spørsmål. Norges Bank og Folketrygdfondet har utarbeidet egne retningslinjer for sin utøvelse av eierrettigheter i tråd med dette. FN lanserte i 2006 et sett prinsipper rettet mot investorer, «Principles for Responsible Investment» (PRI). PRI tar utgangspunkt i at faktorer knyttet til selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold kan påvirke finansiell avkastning, og legger til rette for at en tar hensyn til disse faktorene i forvaltningsarbeidet og i eierskapsutøvelsen. Både Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet er medlem av PRI. Finansdepartementet rapporterer om etterlevelsen av PRI i forvaltningen av henholdsvis SPU og SPN, blant annet basert på innspill fra Norges Bank og Folketrygdfondet.

FNs Global Compact

FNs Global Compact gir anvisning på i alt 10 overordnede prinsipper utledet fra Verdenserklæringen om menneskerettigheter, ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet, samt Rio-erklæringen om miljø og utvikling. Prinsippene er generelle og sier blant annet at selskaper skal respektere menneskerettighetene og ikke være delaktige i brudd på dem, opprettholde organisasjonsfrihet og kollektiv forhandlingsrett, samt fjerne alle former for tvangsarbeid, barnarbeid og diskriminering i arbeidslivet, støtte føre-var prinsippet i miljøspørsmål, samt fremme større miljøansvar og utvikling og utbredelse av miljøvennlig teknologi, og motarbeide alle former for korrupsjon, herunder utpressing og bestikkelser.

8 700 selskaper og organisasjoner i over 130 land har sluttet seg til FNs Global Compact. Medlemmene er oppfordret til å rapportere årlig om hvordan de etterlever prinsippene.

OECD Principles of Corporate Governance

Disse prinsippene er svært omfattende og omhandler i hovedsak grunnlaget for effektiv eierstyring og selskapsledelse («corporate governance»), aksjonærenes rettigheter og nøkkelfunksjoner i eierskap, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer, åpenhet og innsyn, og styrets ansvar og forpliktelser.

OECD Guidelines for Multinational Enterprises

Disse retningslinjene er frivillige prinsipper og standarder for ansvarlig forretningsførsel på ulike områder, i samsvar med gjeldende lover for multinasjonale selskaper. OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er det eneste multilateralt anerkjente og detaljerte regelverket som medlemslandenes regjeringer er forpliktet til å fremme. De inneholder anbefalinger om blant annet offentliggjøring av opplysninger om virksomheten, arbeidsmiljø og arbeidstakerrettigheter, miljøvern, korrupsjonsbekjempelse, forbrukerinteresser, bruk av vitenskap og teknologi, konkurranse, samt skatteansvar.

FNs Principles for Responsible Investment

FNs prinsipper for ansvarlige investeringer er et initiativ fra FNs Environment Programme Finance Initiative og FNs Global Compact. Initiativet er rettet mot kapitaleiere, kapitalforvaltere og deres profesjonelle servicepartnere, som alle oppfordres til å undertegne prinsippene. Prinsippene omhandler forhold knyttet til å være en ansvarlig og aktiv eier gjennom å ta hensyn til miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring (Environmental, Social and Governance (ESG) issues) i forvaltningsarbeidet og i eierskapsutøvelsen. En slik integrering vil også få følger for hvilken type informasjon investor ber om å få fra selskaper, og hva selskapene forventes å rapportere om. Medlemmene av PRI plikter å rapportere om sin etterlevelse av prinsippene på årlig basis. Norges Bank bidro i utformingen av prinsippene.

rom for gode og forutsigbare prosesser, har departementet nedfelt bestemmelser om informasjonsutveksling og koordinering mellom Norges Bank og Etikkrådet i Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU.

4.3.2 Arbeidet med ansvarlig forvaltningspraksis og eierskapsarbeid i SPU

Norges Bank har som overordnet mål for sin eierskapsutøvelse å sikre SPUs finansielle interesser, i tråd med mandat for forvaltningen av SPU. Banken skal videre integrere hensynet til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i hele investeringsvirksomheten, i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet. Integrering av disse hensynene skal skje under hensyn til fondets investeringsstrategi og rollen som finansiell forvalter. Dette er et ambisiøst mål som ble nedfelt i bankens mandat på bakgrunn av evalueringsprosessen. Målet er i tråd med PRI-prinsippene, se boks 4.3. I tråd med denne målsettingen, søker Norges Bank å fremme ansvarlig investering i forvaltningen. Blant annet utfører banken analyser av de miljømessige og samfunnsmessige risikoene som finnes i selskapene og markedene der fondet er plassert. Analysene kan avdekke forhold som banken vil søke å endre gjennom dialog med ledelsen i et selskap eller stemmegivning i et selskap. Slike analyser utføres av og brukes på tvers av avdelingene i Norges Banks forvalterorganisasjon. Analytikere som jobber innen eierskapsutøvelsen og forvalterne i Norges Bank deler på informasjon, blant annet fra møter med selskaper.

Norges Banks eierskapsarbeid tar utgangspunkt i internasjonalt anerkjente, globale standarder, som OECDs *Principles of Corporate Governance*, OECDs *Guidelines for Multinational Enterprises* og FNs *Global Compact*. De utfylles av Norges Banks retningslinjer for selskapsstyring og stemmegivning og Norges Banks dokumentserie som kommuniserer særlige forventninger til selskapers håndtering av barns rettigheter, klimaendringer og vannressurser.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet for SPU

I løpet av 2010 har Norges Bank videreutviklet og styrket eierskapsarbeidet. Best mulighet for gjennomslag i dette arbeidet oppnås ved langsiktighet, stabilitet og forutsigbarhet. Norges Bank har valgt ut de seks strategiske satsingsområdene:

- likebehandling av aksjonærer,

- aksjonærenes rett til innflytelse og styrets ansvar overfor aksjonærene,
- velfungerende, legitime og effektive markeder,
- klimaendringer,
- vannforvaltning, og
- barns rettigheter.

God selskapsstyring er grunnlaget for utvikling av lønnsom forretningsdrift. Det sikrer aksjonærenes rettigheter og en rettferdig fordeling av avkastningen. Retten til likebehandling og innflytelse for aksjonærer er derfor sentral for Norges Banks eierskapsarbeid. Temaet velfungerende, legitime og effektive markeder berører svært grunnleggende spørsmål om markedenes funksjonsmåte, og omfatter også spørsmål om god selskapsstyring. Banken har hatt betydelig aktivitet knyttet til arbeid med å bedre markedsstandarder, herunder likviditeten og åpenheten i markedet for obligasjoner med fortrinnsrett i Europa. Videre har Norges Bank oppmerksomhet mot miljømessige og samfunnsmessige forhold som påvirker selskapenes rammebetingelser og utvikling, og dermed også verdiene i fondet. Satsingsområdene klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter er valgt ut på bakgrunn av dette.

Virkemidler i eierskapsarbeidet

Norges Banks virkemidler i eierskapsarbeidet er knyttet til eierposisjonen fondet har i ulike selskaper. Deltakelse i stemmegivning på generalforsamlinger er en av de viktigste uttrykksmåtene for en aksjonær. Norges Bank har etablert egne retningslinjer for stemmegivningen og offentliggjør stemmegivningen i hver enkelt sak. Norges Bank arbeider aktivt for å bidra til mer effektive prosesser for global stemmegivning, og har som mål å stemme på alle generalforsamlingene i selskapene fondet har eierandeler i.

Norges Bank benytter seg også av dialog med enkeltelskaper, samarbeid med andre investorer, deltakelse i internasjonale nettverk og organisasjoner, innspill til regulerende myndigheter, kontakt med forskningsmiljøer og offentlig kommunikasjon av standpunkter og forventninger.

Ved valg av virkemiddel ser Norges Bank blant annet hen til hva som gir best mulighet for gjennomslag sett i forhold til ressursbruken. Noen ganger kan det være aktuelt å forsøke å påvirke innholdet i reguleringer, fordi disse vil få virkning for alle selskaper i samme marked. Andre ganger kan endring oppnås gjennom dialog med ett eller flere selskaper.

Stemmegivning og aksjonærforslag

Norges Bank fortsatte i 2010 å følge opp kvaliteten på styrenes arbeid, noe også andre institusjonelle investorer ser ut til å være mer opptatt av i kjølvannet av finanskrisen. Banken vektlegger styrets ansvar for oppfølging og avlønning av selskapsledelsen. Videre målbærer banken sitt syn på at rollene som styreformann og administrerende direktør bør holdes adskilt. Norges Bank fremmet i 2010 aksjonærforslag for å få uavhengige styreledere i fem amerikanske selskaper. Ingen av forslagene fikk et flertall av stemmene på selskapenes generalforsamlinger, men oppslutningen i fire av selskapene økte fra 2009, da banken først la fram slike forslag. Bankens syn på at rollene bør holdes adskilt er blitt etterfulgt av en endret retningslinje fra ISS – Investor Shareholder Services – som er verdens største stemmerådgiver for institusjonelle investorer. Endringen gjelder fra 2011.

En stor del av de miljørelaterte aksjonærforslagene i 2010 krevde, i likhet med i 2009, at selskaper skal sette mål for å redusere utslipp av drivhusgasser, samt rapportere om tiltak for å senke utslippene. Aksjonærforslag om bedret vannforvaltning økte i antall fra 2009. Disse krevde i stor grad at selskapene skal rapportere om hvilken påvirkning produksjonsprosesser og avfallshåndtering har på vannforsyninger og om tiltak for å redusere risikoen for negative miljøpåvirkninger. Antall aksjonærforslag som krever at selskaper vedtar retningslinjer for å ivareta menneskerettigheter var lite endret fra 2009, mens antall forslag som omhandlet globale standarder for arbeidsforhold fortsatte å falle.

Miljø- og samfunnsrelaterte aksjonærforslag blir vurdert spesielt av analytikere i Norges Bank. I tillegg til de vurderinger som ligger til grunn for de generelle stemmeretningslinjene fra banken, kan det også gjøres konkrete vurderinger av enkeltforslag. Formålet er å stemme i tråd med hva banken anser å tjene de langsiktige aksjonærverdiene.

Samarbeid med andre investorer

Norges Bank samarbeider og har jevnlig dialog med andre forvaltningsinstitusjoner for å påvirke enkeltelskaper eller utveksle informasjon og vurderinger. Banken diskuterte stemmegivning, kapitalutvidelser, styreendringer og saker knyttet til satsingsområdene vann, klima og barns rettigheter i løpet av 2010.

Sammen med enkelte tyske investorer ba Norges Bank en tysk domstol om å granske hvorvidt

styret i Porsche SE opererte utenfor sine rammer og påførte selskapets minoritetsaksjonærer for høy risiko i sitt forsøk på å ta full kontroll over Volkswagen i perioden 2005-2009. Kravet ble begrunnet med at en granskning ville kunne avdekke om de kontrollerende familiene i Porsche SE hadde andre mål enn selskapets øvrige aksjonærer da oppkjøpsstrategien ble besluttet. For Norges Bank er det prinsipielt og økonomisk sett viktig å etablere god selskapsstyring for å unngå at kontrollerende eiere oppnår fordeler på bekostning av aksjonærfellesskapet.

Norges Bank har i flere år samarbeidet med andre investorer om selskapers håndtering av klimaendringer. I 2010 innledet Norges Bank et samarbeid med en stor amerikansk investor om dialogen med et utvalg amerikanske selskaper i karbonintensive industrier. Målet for dette arbeidet er at selskapene forbedrer sin rapportering og åpenhet om hvordan de håndterer risiko forbundet med selskapenes klimagassutslipp.

Norges Bank deltar i organiserte investornettverk som for eksempel *International Corporate Governance Network* (ICGN) og *Asian Corporate Governance Association* (ACGA). I september 2010 besøkte NBIM selskaper, bransjeorganisasjoner og regulerende myndigheter i Tokyo for å diskutere utviklingen innen selskapsstyring i Japan.

Oppfølging av enkeltelskaper

Norges Bank arbeider for å beskytte sine rettigheter som aksjonær blant annet når selskaper ikke møter bankens krav til åpenhet rundt transaksjoner med nærstående parter, og når Norges Bank og andre minoritetsaksjonærer blir urettferdig behandlet. Banken legger blant annet vekt på å forsvare aksjonærenes fortrinnsrett ved emisjoner, for å beskytte minoritetsaksjonærene mot utvanning. Norges Bank benytter videre aksjonærens rett til å blokkere emisjoner til å forhindre transaksjoner som vurderes å kunne være ulønnsomme eller gi uheldige fordeler til selskapsledelsen eller utvalgte aksjonærer. Disse spørsmålene vil også bli tatt opp i dialog med selskaper.

Norges Banks synspunkter ble i 2010 i økende grad hørt og tatt hensyn til av porteføljeselskapene. Flere selskaper kontaktet banken for å få informasjon om hvordan banken ville stemme på selskapenes generalforsamlinger, og banken ble hyppig konsultert om sine krav til styrets kompetanse og valg av styremedlemmer. Den økte kontakten bidro til at Norges Bank i flere tilfeller kunne påvirke kriteriene for nominasjon til styreleder

eller styremedlem i et selskap. Banken meddelte sine synspunkter til selskapene også vedrørende fusjoner og oppkjøp, allokering av kapital og andre strategiske valg.

Norges Bank har en systematisk tilnærming til satsingsområdene klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter. Som beskrevet i boks 4.4, blir selskaper i sektorer som er spesielt utsatt for risiko forbundet med de tre satsingsområdene årlig vurdert og fulgt opp i forhold til bankens forventninger. I 2010 gjennomførte banken for første gang en vurderingen av selskapenes rapportering om vannforvaltning. Norges Bank vil utgi statusrapporter på klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter i 2011.

I visse tilfeller benyttes også rettsapparatet. I september 2010 anla Norges Bank sak mot Citigroup Inc. Norges Bank søker erstatning for betydelige tap påført banken som aksjonær ved at selskapet og deler av dets tidligere og nåværende ledelse i perioden januar 2007 – januar 2009 ga markedet villedende regnskapsopplysninger om Citigroup, noe som holdt aksjekursen kunstig høy. I tillegg til direkte søksmål er Norges Bank som aksjonær hvert år passivt medlem av en rekke gruppesøksmål tatt ut i USA.

Bransjesamarbeid

I 2008 innledet Norges Bank og en annen stor europeisk investor dialog med noen av verdens største kakaoleverandører og sjokoladeprodusenter om barnarbeid i kakaoproduksjonen i Vest-Afrika. Høsten 2010 var disse selskapene blant dem som lanserte et bransjeinitiativ med en handlingsplan for å bekjempe barnarbeid i kakaoproduksjonen. I 2010 fortsatte Norges Bank arbeidet med å følge opp et annet bransjeinitiativ for å bekjempe barnarbeid innen frøproduksjon i India. En rapport fra juni 2010 skrevet på oppdrag fra International Labour Rights Forum, India Committee of the Netherlands og Stop Child Labour slår fast at andelen barnarbeid i den totale arbeidsstyrken på gårdene som produserte hybride frø for selskapene Bayer AG og Monsanto hadde falt fra 53 pst. i 2003-04 til mindre enn 3 pst. i 2009-2010. Norges Bank vil følge begge disse bransjeinitiativene videre i 2011.

Innspill til regulerende myndigheter – bedre markedsstandarder

Ved å få myndigheter og andre standardsettere til å høyne kravene til selskapsstyring, kan aksjonæ-

Boks 4.4 Gjennomføring av satsingsområdene klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter

Norges Bank forventer at selskapene fondet er investert i, håndterer risiko forbundet med klimaendringer, vannressurser og barns rettigheter. Disse faktorene kan ha negativ eller positiv påvirkning på selskapets egen virksomhet og fondets investeringer i øvrige selskaper. Norges Bank beskriver forventningene til selskapene i dokumentserien «NBIM Investor Expectations», med ett dokument for hvert satsingsområde.

Dokumentene retter seg mot selskaper som har aktiviteter eller leverandører i sektorer og regioner som er utsatt for risiko forbundet med henholdsvis klimaendringer, vannressurser og barns rettigheter. Norges Bank vurderer systematisk hvordan selskaper i porteføljen imøtekommer forventningene. Vurderingene er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Resultatene av vurderingene blir publisert i årlige statusrapporter. Norges Bank benytter statusrapportene som grunnlag for dialog med selskapene, med sikte på å forbedre selskapenes risikohåndtering, rapportering og åpenhet om dette.

I løpet av 2010 hadde Norges Bank møter med 70 selskaper om disse tre satsingsområdene. Banken har også jevnlig møter med ulike interesseorganisasjoner, samt norske og internasjonale eksperter, for å holde seg oppdatert på utviklingen innen klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter.

rene lettere holde styret og ledelsen ansvarlig for sine beslutninger og styrke beskyttelsen av aksjonærenes rettigheter.

Norges Bank fortsatte i 2010 arbeidet for bedring av markedsstandarder. Banken framla som investor synspunkter på selskapsrapportering overfor blant andre det internasjonale regnskapsstandardstyret (IASB), Global Reporting Initiative, Singapore-børsen og EU-kommisjonen. Når det gjelder videreutvikling og bruk av aksjonærrettigheter, har Norges Bank blant annet gitt innspill til det amerikanske verdipapirtilsynet (SEC) og det britiske regnskapsrådet (FRC). SEC utstedte en ny regel som legger noe bedre til rette for konkurrerende styrekandidater. FRC offentlig-

gjorde en revidert selskapsstyringsstandard der hovedregelen er at styrevalg skal finne sted hvert år. Begge deler representerer standardforbedringer som Norges Bank tok til orde for i 2009. Norges Banks høringsuttalelser er tilgjengelige på bankens hjemmesider.

Arbeid med nye forventningsdokumenter

Norges Bank publiserte i 2010 en revidert versjon av sitt forventningsdokument om selskapers håndtering av klimaendringer. Hensikten var å formidle tydeligere forventningen til at selskapene skal integrere risiko forbundet med klimaendringer i selskapenes strategi og risikostyring. I tillegg har banken tydeliggjort forventningene om kontinuerlig forbedring av utslippsintensitet og økt åpenhet om selskapenes interaksjon med lovgivere og regulerende myndigheter.

Norges Bank vil også publisere forventningsdokumenter som beskriver bankens øvrige satsingsområder. Likebehandling av aksjonærer og ansvarliggjøring av styret er omhandlet i bankens *Prinsipper for selskapsstyring og retningslinjer for stemmegivning*, og vil bli utdypet gjennom framleggelsen av forventningsdokumentene.

Norges Bank arbeider med et forventningsdokument knyttet til satsingsområdet Velfungerende, legitime og effektive markeder. Problemstillinger knyttet til selskapers åpenhet og rapportering er viktige i denne sammenhengen, og vil være en del av dette forventningsdokumentet. Videre må andre temaer vurderes, som for eksempel åpenhet rundt prising, forutsigbarhet, likebehandling og effektive oppgjørssystemer. Arbeidet med bedring av markedsstandarder, som er omtalt ovenfor, er relevant i denne sammenheng.

Siden selskapers åpenhet og rapportering generelt er viktig for banken som stor og internasjonal kapitalforvalter, kommer temaet igjen i en rekke sentrale dokumenter for eierskapsarbeidet i Norges Bank. Det er dekket i bankens *Prinsipper for selskapsstyring og retningslinjer for stemmegivning* og i de eksisterende forventningsdokumentene. Norges Bank har også undertegnet *Investors' Statement on Transparency in the Extractive Sector*, der banken gir sin støtte til *Extractive Industries Transparency Initiative*⁹ og prinsippene for å øke åpenheten i utvinningsindustrien. I tråd med en oppfordring fra Norges Bank i 2009, introduserte Hong Kong-børsen i sine nye forskrifter i juni 2010 krav om at selskaper som utvinner mineralressurser, må rapportere om miljørisiko, helse- og sikkerhetsrisiko.

4.3.3 Arbeidet med ansvarlig forvaltningspraksis og eierskapsarbeid i SPN

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter i SPN som bygger på » *Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse* » og FNs Global Compact, samt OECDs prinsipper for eierstyring og for flernasjonale selskaper.

Folketrygdfondet har valgt å gi særlig prioritet til temaer man antar det er knyttet størst økonomisk risiko til for SPNs samlede portefølje:

- Rapportering og kommunikasjon om tiltak knyttet til etiske problemstillinger, herunder hvordan selskapene ivaretar etiske normer og overholder egne etiske retningslinjer.
- Korrupsjon, som kan ha betydelig økonomisk risiko som følge av omdømmeskade, utelukkelse fra markeder, juridiske prosesser, illegale avtaler osv.
- Klimagassutslipp, som er tilknyttet både miljøkostnader og økonomiske kostnader som følge av blant annet stadig økende energipriser, en eventuell CO₂-skatt og konsekvenser av omdømmeskade.

Folketrygdfondet rapporterer årlig om sin utøvelse av eierrettigheter og legger normalt fram sin eierskapsrapport om høsten. Rapporten redegjør for hvilke aktiviteter Folketrygdfondet har gjennomført for å ivareta sine eierinteresser og omfatter blant annet særskilte saker behandlet på generalforsamlingene, aktuelle saker Folketrygdfondet har tatt opp med selskapene og antall og type verv ansatte i Folketrygdfondet innehar.

For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det som viktig å følge opp selskapenes lederlønnspolitik. Dette innebærer blant annet å vurdere hvorvidt lederlønsordningene er utformet slik at de faktisk bidrar til en mer effektiv og resultatorientert selskapsledelse. Folketrygdfondet ser også på eventuelle opsjonsordninger og hva disse innebærer av verdioverføring fra aksjonærene til ledelsen i selskapene.

⁹ Extractive Industries Transparency Initiative (EITI) fastsetter en global standard for åpenhet i olje-, gass- og gruveindustrien. Gjennom prinsipper og kriterier fastlagt innen EITI er målet en standard for publisering av betalingsstrømmer mellom selskaper innenfor utvinningsindustrien og myndighetene. Både myndigheter, organisasjoner og næringsliv – herunder investorer – støtter initiativet.

Ivaretagelse av etiske prinsipper i forvaltningen

Folketrygdfondets etiske retningslinjer gjelder for hele investeringsporteføljen. I oppfølgingen av de etiske prinsippene legger Folketrygdfondet blant annet vekt på å vurdere om selskapet baserer sin virksomhet på handlinger eller unnlatelser som innebærer krenkelse av menneskerettigheter, miljøskade, korrupsjon og andre brudd på grunnleggende etiske normer. Det benyttes ulike metoder i oppfølgingen av de ulike delporteføljene.

I forvaltningen av den norske aksjeporteføljen er eierskapsutøvelse et viktig virkemiddel. Dette innebærer blant annet at Folketrygdfondet tar opp aktuelle etiske problemstillinger med selskapenes ledelse slik at selskapene skal få mulighet til å rette opp uakseptable forhold. Dersom selskapene etter slike samtaler ikke iverksetter nødvendige tiltak, kan det være aktuelt for Folketrygdfondet å ta opp problemstillingen i generalforsamling. Skulle heller ikke en slik prosess føre fram, må Folketrygdfondet til slutt vurdere salg av aksjer i selskapet. Folketrygdfondet forholder seg også til etiske problemstillinger når det gjelder renteinvesteringer, og dersom det er avdekket et brudd på Folketrygdfondets investeringsprinsipper vil aktuelle tiltak bli vurdert og iverksatt.

Informasjonsinnhenting og selskapsdialog

Folketrygdfondet gjennomgår kontinuerlig aksje- og renteporteføljen gjennom internettsøk i redaksjonelle kilder verden over. Søkene er systematisert, og Folketrygdfondet får melding dersom selskaper i porteføljen knyttes til sentrale etiske temaer som korrupsjon, menneskerettigheter, barnearbeid og miljø. Hensikten er å følge med på om selskapene etterlever sine egne retningslinjer og at de ikke opptre i strid med anerkjente etiske normer og internasjonale konvensjoner. Tilsvarende varsling er også etablert for obligasjonsinvesteringene. I tillegg innhenter Folketrygdfondet informasjon fra offentlig tilgjengelige kilder som årsrapporter og informasjon direkte fra selskapene og eksterne SRI-initiativer.

I 2010 økte Folketrygdfondet sin deltakelse i internasjonale initiativer, konferanser og seminarer rundt etiske og ansvarlige investeringer, samt samarbeidsprosjekter i Norge. Deltakelse i disse sammenhengene gir Folketrygdfondet mulighet til å dele erfaringer om ansvarlig investeringspraksis og til å lære av andre investorer og organisasjoner.

Fra slutten av 2009 har Folketrygdfondet brukt mer ressurser i arbeidet med ansvarlige

investeringer, særlig knyttet til analyse rundt såkalte ESG-(Environmental, Social and Corporate Governance) problemstillinger. På denne måten kan Folketrygdfondet gjøre mer helhetlige analyser av hvordan enkeltelskaper arbeider med selskapsstyring, menneskerettigheter, korrupsjon, miljøtiltak og andre forhold som kan ha betydning for verdiskapingen på lang sikt. ESG-analysene er gjort tilgjengelig for porteføljeforvalterne i aksjeavdelingen, slik at denne informasjonen er integrert i vurderingen av enkeltelskaper. Dette har medført at eventuelle problemstillinger i større grad enn tidligere tas opp i møter med ledelsen i selskapene.

Folketrygdfondet har gjennom 2010 vært i direkte dialog med flere selskaper om ulike ESG-relaterte problemstillinger. Et viktig fokusområde i dialogen med flere selskaper har vært krav til forbedring av offentlig rapportering innen miljø og samfunnsansvar. Selskapenes arbeid for å redusere samfunnsmessig og miljømessig risiko bør være synlig for investorer og andre interessegrupper. I 2010 har Folketrygdfondet gjort fem selskaper oppmerksomme på at det er ønskelig med en utvidet rapportering innenfor disse områdene. Folketrygdfondet vil følge opp dette videre i 2011. I tillegg er ett selskap blitt oppfordret til å utvikle offentlige retningslinjer for antikorrupsjon og to selskaper til å offentliggjøre retningslinjer for håndtering av miljømessige problemstillinger. Folketrygdfondet har også vært i dialog med to selskaper om deres aktiviteter i regioner der krenkelser av menneskerettigheter er et alvorlig problem.

I 2010 har Folketrygdfondet vært i dialog med flere selskaper vedrørende miljømessige og etiske problemstillinger som også har fått oppmerksomhet i media. Klargjøring av fakta og en vurdering av risiko for medvirkning til uetisk virksomhet gjennom investeringer i selskapet er en viktig del av dialogen.

Deltakelse i internasjonale initiativer og samarbeid med andre investorer

Folketrygdfondet sluttet seg til og signerte FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI) i 2008, se nærmere omtale av PRI i boks 4.3. I 2010 rapporterte Finansdepartementet om etterlevelsen av PRI-prinsippene i forvaltningen av SPN, blant annet basert på innspill fra Folketrygdfondet. Rapportering til PRI har vært en verdifull erfaring for Folketrygdfondet og har bidratt til å identifisere områder der innsatsen kan økes framover.

Ved utgangen av 2009 besluttet Folketrygdfondet å slutte seg til Carbon Disclosure Project (CDP). Som deltaker i CDP får Folketrygdfondet tilgang til mottatte svar på CDPs nettsted.

Av de 37 selskapene i Folketrygdfondets norske aksjeportefølje som mottok CDP-spørreundersøkelsen for 2010, svarte 20. Informasjon samlet fra norske selskaper gjennom CDP om deres ulike tilnæringer til klimaproblematikken er blitt innarbeidet i Folketrygdfondets analyse av klimarelatert risiko i den norske aksjeporteføljen. Det enkelte selskaps risiko og muligheter knyttet til klimaendring samt mål for reduksjon av klimagassutslipp er inkludert i de selskapsspesifikke ESG-analysene og danner grunnlaget for dialog med selskapene. Et selskaps beslutning om ikke å svare på CDPs spørreundersøkelse vurderes som en grunn for oppfølging og potensiell dialog med selskapet. Folketrygdfondet mener at CDP er et nyttig initiativ og har derfor besluttet å fortsette sin støtte til prosjektet i 2011.

Folketrygdfondet har siden 2008 deltatt i prosjektet Bærekraftig Verdiskaping. Prosjektets formål er aktivt å påvirke norske børsnoterte selskaper til en bærekraftig utvikling. Dette er en viktig forutsetning for langsiktig verdiskaping. Gjennom prosjektet ble det på vegne av investorene sendt ut en spørreundersøkelse til alle selskaper som inngår i Oslo Børs hovedindeks. Selskapene ble bedt om å besvare spørsmål om selskapet har retningslinjer som omfatter sentrale elementer innenfor en ansvarlig og bærekraftig forretningsdrift, hvem disse retningslinjene gjelder for, hvor de er forankret og implementert, og rapportering om etterlevelse. Styrets ansvar for disse områdene var også en del av undersøkelsen.

Prosjektet Bærekraftig Verdiskaping har bidratt til å sette i gang positive prosesser. Hensikten med denne undersøkelsen er ikke bare å kartlegge status for selskapenes arbeid innenfor dette området, men også å bidra til at selskapene oppmuntres til å forbedre sitt eget arbeid innenfor bærekraftig verdiskaping. Resultatene fra den siste runden i 2009 er blitt innarbeidet i Folketrygdfondets løpende analyse av selskapene det investeres i, og bidrar til grunnlaget for dialog med selskapsledelsen.

4.3.4 Arbeidet med observasjon og utelukkelse av selskaper

Etter retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU innført 1. mars 2010 skal selskaper

utelukkes dersom de medvirker til eller selv er ansvarlig for grovt uetisk aktivitet. De nærmere kriteriene for produktbasert og atferdsbasert utelukkelse er videreført fra de etiske retningslinjene for SPU av 2004. Det er Finansdepartementet som beslutter å utelukke selskaper fra fondet etter råd fra Etikkrådet for SPU. Per 1. april 2011 har Finansdepartementet totalt utelukket 52 selskaper basert på råd fra Etikkrådet. En oversikt over disse selskapene er gitt i tabell 4.5 og 4.6.

Etikkrådet vurderer rutinemessig om grunnlaget for å utelukke et selskap fortsatt er til stede, og kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale Finansdepartementet å oppheve en beslutning om utelukkelse. Siden de tidligere etiske retningslinjene ble introdusert og fram til 1. april 2011, er fem selskaper tatt inn igjen i SPUs investeringsunivers fordi grunnlaget for utelukkelse ikke lenger er til stede.

Siden forrige melding til Stortinget om forvaltningen av fondet er fem nye selskaper utelukket fra fondet, mens ett selskap er tatt inn igjen.

Produktbasert utelukkelse

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

- produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper,
- produserer tobakk, eller
- selger våpen eller militært materiell til stater nevnt i punkt 3.2 i de utfyllende retningslinjene for forvaltningen av fondet, per i dag Burma.

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

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

Samlet sett har Finansdepartementet utelukket 37 selskaper fra fondet på grunnlag av de produktbaserte kriteriene. Av disse er 18 selskaper utelukket som følge av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, 18 selskaper som følge av tobakksproduksjon og ett selskap som følge av salg av militært materiell til Burma.

Atferdsbasert utelukkelse

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

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

I alt er 15 selskaper utelukket fra SPU etter disse kriteriene. Tre av selskapene er utelukket på grunnlag av medvirkning til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, ti selskaper er utelukket fordi de anses å forårsake grov miljøskade, ett selskap er utelukket på grunnlag av andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer og to er utelukket på grunnlag av alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner. Ett av disse selskapene er utelukket både på grunnlag av miljø- og menneskerettighetskriteriet.

I november 2007 avga Etikkrådet tilråding om å utelukke Siemens AG på grunn av grov korrupsjon. Finansdepartementet satte i mars 2009 selskapet på en observasjonsliste i fire år, for at Etikkrådet og Norges Bank skulle følge utviklingen i selskapet. Avdekkes det nye korrupsjonstilfeller i selskapet, vil det være svært lav terskel for utelukkelse. Etikkrådet og Norges Bank avgir årlig en rapport til Finansdepartementet om utviklingen i selskapet.

Som følge av revisjonen av de etiske retningslinjene har en formalisert ordningen for observasjon av selskaper. Etikkrådet kan nå tilrå Finansdepartementet å sette et selskap til observasjon, og Finansdepartementet kan velge å benytte observasjon uavhengig av om Etikkrådet tilrår utelukkelse eller observasjon. Finansdepartemen-

tet har hittil ikke mottatt noen tilråding om observasjon fra Etikkrådet.

Nærmere om Etikkrådets arbeid med produktbasert utelukkelse

Kriteriene for produktbasert utelukkelse legger opp til at alle selskaper med virksomhet som omfattes av retningslinjene skal utelukkes fra fondet. Etikkrådet har etablert et overvåkingssystem som skal fange opp slike selskaper. En ekstern konsulent overvåker løpende fondets portefølje og selskapene som er utelukket fra fondet, og rapporterer hvert kvartal til rådet om selskaper som kan ha virksomhet i strid med kriteriene. Rådet samarbeider i tillegg med andre investorer om et konsulentoppdrag for å kartlegge selskaper som produserer klasevåpen. Etikkrådet undersøker alle selskaper hvor det er rimelig å anta at virksomheten er i strid med retningslinjene.

Normalt vil Etikkrådet kontakte selskaper hvis det er grunn til å tro at de har produksjon som er i strid med fondets retningslinjer. Hvis selskaper bekrefter rådets opplysninger, avgir rådet en tilråding om å utelukke selskapet. Selskaper som ikke besvarer henvendelsen blir anbefalt utelukket hvis rådets dokumentasjon viser at selskapene med stor sannsynlighet har produkter som er i strid med utelukkelseskriteriene.

Denne prosedyren gir en rimelig grad av sikkerhet for at selskaper som produserer produkter i strid med kriteriene i retningslinjene blir utelukket fra fondet. Det kan likevel ikke garanteres at alle selskaper til enhver tid blir fanget opp av rådets overvåkingssystem. Særlig kan det være vanskelig å avdekke om selskaper er involvert i salg av militært materiell til Burma.

Nærmere om Etikkrådets arbeid med atferdsbasert utelukkelse

Mens produktbasert utelukkelse i stor grad er et spørsmål om å dokumentere at et selskap lager et bestemt produkt, er det mer krevende å avgjøre om forutsetningene for atferdsbasert utelukkelse er oppfylt. Denne vurderingen vil nødvendigvis være basert på skjønn. En sentral og krevende vurdering er hva som skal til for at et selskap kan sies å medvirke til et uetisk forhold dersom selskapet ikke er direkte ansvarlig for forholdet. Det er også ofte vanskelig å finne troverdig dokumentasjon som underbygger alvorlige påstander om uheldige forhold ved et selskaps drift. Etikkrådet gjennomfører grundige undersøkelser for å identifisere og vurdere selskaper hvor det kan fore-

Tabell 4.3 Oversikt over selskaper som er utelukket på grunn av produksjon av tobakk og visse typer våpen

Produkt	Dato	Selskap
Antipersonell landminer	26. april 2002	Singapore Technologies Engineering
Klasevåpen	31. august 2005	Alliant Techsystems Inc, General Dynamics corporation, Lockheed Martin Corp., Raytheon Co.,
	30. november 2009	Poongsan Corporation New
	31. desember 2007	Hanwha Corporation
	31. desember 2008	Textron Inc.
Kjernevåpen	31. desember 2005	BAE Systems Plc, Boeing Co., EADS Co ¹ , EADS Finance BV, Finmeccanica Sp. A., Honeywell International Corp., Northrop Grumman Corp., Safran SA,
	31. desember 2007	Gen Corp. Inc. Serco Group Plc.
Salg av våpen og militært materiell til Burma	28. februar 2009	Dongfeng Motor Group Co Ltd.
Produksjon av tobakk	31. desember 2009	Alliance One International Inc., Altria Group Inc., British American Tobacco BHD, British American Tobacco Plc., Gudang Garam Tbk pt., Imperial Tobacco Group Plc., ITC Ltd., Japan Tobacco Inc., KT&G Corp, Lorillard Inc., Philip Morris International Inc., Philip Morris Cr AS., Reynolds American Inc., Souza Cruz SA, Swedish Match AB, Universal Corp VA og Vector Group Ltd.
	28. februar 2011	Shanghai Industrial Holdings Ltd

¹ Selskapet EADS ble først utelukket 31. august 2005 fordi selskapet var involvert i produksjon av klasevåpen. EADS produserer ikke lenger klasevåpen. Imidlertid er selskapet involvert i produksjon av kjernevåpen, og på dette grunnlaget opprettholdt Finansdepartementet utelukkelsen 10. mai 2006.

Kilde: Finansdepartementet

ligge brudd på menneskerettigheter, miljøskade, korrupsjon eller andre brudd på etiske normer.

Flere eksterne konsulenter gjennomfører regelmessige internettbaserte søk på nyhetsoppslag for alle selskapene i porteføljen. Disse søkene gjøres på flere språk, blant annet engelsk, spansk, russisk og mandarin. Etikkrådet får inn månedlige rapporter om selskaper som anklages for å medvirke til brudd på menneskerettigheter, eller for korrupsjon, alvorlig miljøskade og andre forhold som omfattes av de etiske retningslinjene. Dersom flere selskaper beskyldes for liknende normbrudd, forsøker Etikkrådet å se slike saker i sammenheng. Blant disse velger rådet ut de mest alvorlige hendelsene for videre undersøkelser.

Nyhetstilfanget varierer geografisk og tematisk. Informasjonstilgangen er ikke lik i alle land, og noen industrier blir oftere omtalt enn andre. I 2010 har Etikkrådet i større grad enn før utredet særskilte typer virksomhet eller sektorer for å supplere den løpende overvåkingen av porteføljen. Dette har avdekket problemstillinger som kan være relevante for Etikkrådets arbeid, men som ikke nødvendigvis blir fanget opp i nyhetsovervåkingen.

I utvelgelsen av saker legger Etikkrådet blant annet vekt på hvor grovt normbruddet er, om et selskap beskyldes for flere uetiske forhold, om det er sannsynlig at atferden vil fortsette, og om det er mulig å dokumentere de forholdene som selskapet er anklaget for. Hensikten er å identifisere

Tabell 4.4 Selskaper som er utelukket basert på atferd

Utelukkelsesgrunn:	Dato	Selskap
Medvirkning til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene	31. mai 2006	Wal-Mart Stores Inc. og Wal-Mart de Mexico SA de CV Africa Israel Investments Ltd. Danya Cebus
	31. juli 2010	
Alvorlig miljøskade	31. mai 2006	Freeport McMoRan Copper & Gold Inc.
	31. oktober 2007	Vedanta Resources Plc., Sterlite Industries Ltd. Madras Aluminium Company
	30. juni 2008	Rio Tinto Ltd. og Rio Tinto Plc.
	30. november 2008	Barrick Gold Corp
	31. oktober 2009	Norilsk Nickel
	31. juli 2010	Samling Global Ltd.
	31. januar 2011	Lingui Developments Berhad
Grove brudd på grunnleggende etiske normer	31. august 2009	Elbit Systems Ltd.

Kilde: Finansdepartementet

sere selskaper der det er en uakseptabel risiko for at brudd på de etiske retningslinjene pågår og antas å ville fortsette framover. I de videre undersøkelser av et selskap er det flere forhold som vektlegges. Alvorligheten i normbruddet vurderes på nytt, likeledes om det er systematisk, og om det rapporteres om normbrudd i flere av selskapets aktiviteter. Det gjøres også en vurdering av hvor grovt normbruddet er i forhold til atferd i andre selskaper med samme type virksomhet og i forhold til andre selskaper i landet eller i regionen. Det er avgjørende at de påståtte normbruddene kan underbygges med fakta. Videre må det være en uakseptabel risiko for at normbruddene vil fortsette i framtiden.

Retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU åpner for at Etikkrådet kan kontakte selskaper som er under utredning på et tidligere stadium i utredningen enn før. Når Etikkrådet henvender seg til et selskap, får selskapet informasjon om de etiske retningslinjene og hvilke forhold som etter retningslinjene vil kunne lede til utelukkelse. Selskapet blir også informert om de mulige utfallene av den videre utredningen. Hensikten med kontakten er å innhente informasjon for å kunne vurdere om det er grunnlag for å utelukke selskapene. Selskapene kan bli bedt om å besvare konkrete spørsmål eller å sende rådet konkrete dokumenter. Tidvis fører dette til at selskapene tilbyr seg eller ber om å få møte rådet.

Etikkrådet har i 2010 således hatt en tettere kontakt med selskaper som vurderes enn tidligere.

Informasjonen som selskapene bidrar med må vurderes opp mot informasjon fra andre kilder. Det er ofte behov for utfyllende informasjon for å belyse saker utover det som er offentlig tilgjengelig. I dette arbeidet benytter Etikkrådet konsulent-selskaper, forskningsmiljøer og frivillige organisasjoner, ofte i det landet der de påståtte normbrudd finner sted. Dette kan omfatte feltarbeid og vurderinger av dokumentasjon. Det kan være krevende å innhente konkret og pålitelig dokumentasjon om de forholdene rådet undersøker.

I mange tilfeller viser nærmere utredninger at sannsynligheten for framtidige normbrudd er mindre enn først antatt. Det kan være at gamle hendelser rapporteres i nyhetsmeldinger, eller at selskapet har satt i verk tiltak for å forbedre situasjonen. I slike tilfeller går ikke rådet videre med saken før det eventuelt foreligger ny informasjon som tilsier at selskapet bør vurderes på nytt. Etikkrådet legger vekt på å beskrive grunnlaget for en tilråding om utelukkelse i detalj og å gi grundig dokumentasjon. Framsatte påstander underbygges med konkrete kildehenvisninger, ofte fra flere kilder. Dersom Etikkrådet etter en omfattende utredning fortsatt antar at et selskap bør utelukkes eller settes til observasjon, ber rådet selskapet om å kommentere et utkast til tilråding. Det er ikke uvanlig at selskaper ber om

nye møter og ønsker å gi ytterligere informasjon på dette stadiet.

Det er neppe mulig å fange opp alle selskaper som til enhver tid medvirker til grove normbrudd verden over. Til tross for at Etikkrådet i 2009

iverksatte et særskilt nyhetssøk på selskaper hjemmehørende i enkelte deler av Asia, er det fortsatt begrenset informasjonstilfang om selskaper fra disse markedene.

5 Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen

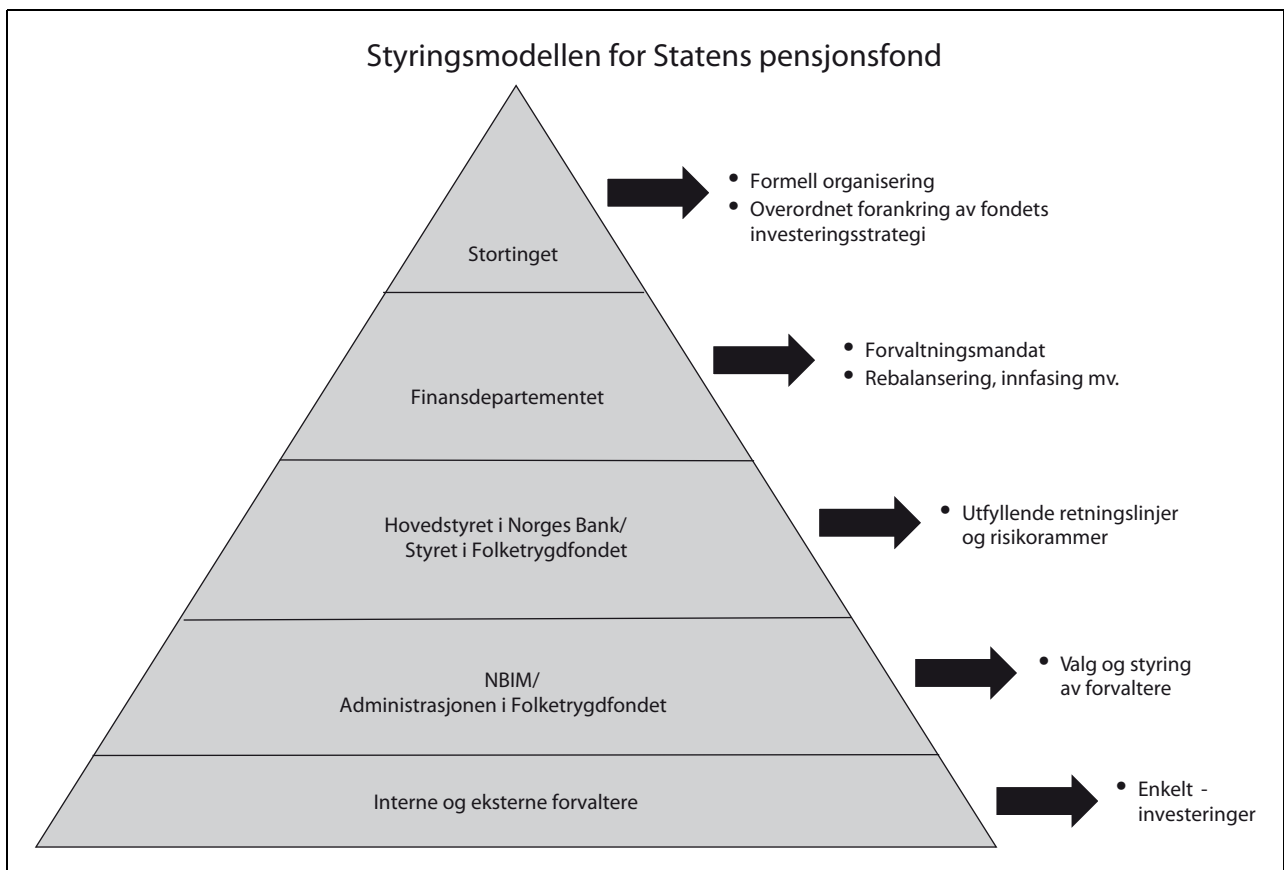
5.1 Innledning

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

Folketrygdfondet fastsetter mer detaljerte interne regler.

Lov om Statens pensjonsfond og mandatene fastsatt av departementet definerer det overordnede rammeverket for forvaltningen av de to delene av Statens pensjonsfond. Rammeverket er tilgjengelig på departementets internettside (www.regjeringen.no/spf), mens utfyllende regler fastsatt av hovedstyret i Norges Bank er tilgjengelig på bankens internettside (www.nbim.no). Utfyllende regler fastsatt av styret i Folketrygdfondet vil bli offentliggjort på deres internettside (www.ftf.no) i tråd med overgangsbestemmelsene i det nye mandatet for SPN.

Styringsmodellen for Statens pensjonsfond er basert på en klar ansvars- og rolledeling mellom



Figur 5.1 Styringsmodellen for Statens pensjonsfond

Kilde: Finansdepartementet

eier og forvalter. Modellen tar utgangspunkt i at den formelle organiseringen av forvaltningen og beslutninger som er med å fastlegge det samlede risikonivået i fondet, er forankret i Stortinget, jf. figur 5.1. Den viktigste forankringen skjer gjennom behandlingen av den årlige meldingen om Statens pensjonsfond, der Stortinget gis anledning til å drøfte viktige sider ved forvaltningen av fondet i en bredere sammenheng. På grunnlag av Stortingets behandling fastsetter departementet overordnede rammer og bestemmelser om forvaltningen. Disse fylles ut med mer detaljerte rammer og regler på de ulike beslutningsnivåene nedover i styringskjeden. Styringsmodellen innebærer at hoveddelen av risikoen i fondet i praksis er bestemt gjennom behandlingen i Stortinget, mens det er relativt liten grad av delegering til forvalter av beslutninger som påvirker det samlede risikonivået i fondet.

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

Stortinget har tidligere uttalt at det deler departementets oppfatning om at Norges Bank må ha en viss grad av frihet i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget, og at løpende detaljstyring fra departementet verken er mulig eller ønskelig, jf. Innst. S. nr. 277 (2008-2009) og Innst. 373 S (2009-2010). Videre har Stortinget nå presisert sitt syn på arbeidsdelingen mellom de ulike organene som fører tilsyn med forvaltningen av Statens pensjonsfond, jf. Innst. 138 S (2010-2011):

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

og Innst. 246 S (2010-2011):

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

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

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

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

store endringer i rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond.

I fjorårets melding om forvaltningen av Statens pensjonsfond ble det varslet at en vilde vurdering om Finanskriseutvalgets resultater og vurderinger bør få betydning for forvaltningen av fondet. Finanskriseutvalget la fram sin utredning 25. januar 2011 som NOU 2011:1 Bedre rustet mot finanskriser. Utvalget kommer ikke med konkrete anbefalinger når det gjelder rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond, men peker på at det i en makroøkonomisk sammenheng er viktig at SPU inneholder en tilstrekkelig mengde likvide aktiva, jf. utredningens kapittel 12. Det pekes også på ulike forhold som kan være relevante for forvaltningen av fondet, og det trekkes lærdommer fra finanskrisen, jf. boks 5.1. Departementet vil ta med seg utvalgets vurderinger og synspunkter i det videre arbeidet med å videreutvikle rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond.

5.2 Nye regler for SPU og SPN

Stortinget vedtok i 2009 å endre sentralbankloven, slik at departementet i forskrift kan fastsette særskilte regnskapsregler for Norges Bank inkludert SPU, jf. Ot.prp. nr. 58 (2008-2009).

Departementet fastsatte en ny forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank den 1. januar 2011. Forskriften medfører at regnskapsrapporteringen for SPU vil være basert på internasjonale regnskapsstandarder (IFRS), jf. nærmere omtale i avsnitt 5.2.1 nedenfor.

Departementet har tidligere varslet en gjennomgang av regelverket for forvaltningen av SPU, jf. St.meld. nr. 20 (2008-2009) og Meld. St. 10 (2009-2010). Et utgangspunkt for denne gjennomgangen har vært å tydeliggjøre ansvars- og rolledelingen mellom departementet og Norges Bank, samt å stille strengere krav til reguleringen av risikoen i forvaltningen. Departementet har også varslet en revidering av reglene for Folketrygdfondets forvaltning av SPN, jf. Meld. St.10 (2009-2010).

Mot slutten av 2010 fastsatte departementet nye bestemmelser om forvaltningen av SPU og SPN med virkning fra 1. januar i år. De nye bestemmelsene er samlet i egne mandater gitt til henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet, jf. nærmere omtale i avsnitt 5.2.2 nedenfor.

5.2.1 Nye regnskapsregler for Norges Bank

Departementet fastsatte 1. januar 2011 ny forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank. Forskriften bygger på et forslag sendt på høring 8. juli 2010 og innkomne høringsinnspill, og omfatter følgende hovedelementer:¹⁰

- Norges Bank er pliktig til å utarbeide årsregnskap og årsberetning i tråd med regnskapslovens bestemmelser for store foretak, på grunnlag av internasjonale regnskapsstandarder (IFRS), jf. regnskapsloven § 3-9.
- Norges Banks årsregnskap skal omfatte regnskapsrapportering for SPU. Det er fastsatt enkelte særlige krav til opplysninger om SPU i årsregnskapet.
- Det er oppstilt enkelte særlige krav til Norges Banks regnskapsrapportering vedrørende plasseringene for SPU (i note til årsregnskapet og eventuelle kvartalsrapporter om SPU).

Internasjonale regnskapsstandarder (IFRS)

Etter regnskapsloven § 3-9 skal børsnoterte foretak utarbeide årsregnskap etter internasjonale regnskapsstandarder som vedtatt av EU-kommisjonen og innlemmet i EØS-avtalen (heretter omtalt som IFRS). Andre regnskapspliktige kan velge å følge IFRS eller de øvrige reglene i regnskapsloven. For banker er det gitt egne regnskapsregler i forskrift i medhold av regnskapsloven som i det vesentlige innebærer at banker må utarbeide regnskap etter innregnings- og målereglerne i IFRS.

Det internasjonale pengefondet (IMF) har utviklet retningslinjer for å vurdere kvaliteten på rammeverket til sentralbanker i land som mottar lån fra IMF. Det kreves at regnskapsrapportering avlegges i henhold til internasjonalt anerkjente regnskapsstandarder. IMF viser til følgende tre standarder: US GAAP, regnskapsrammeverket til den Europeiske Sentralbanken (ESB) og IFRS.

Det er flere momenter som etter departementets vurdering tilsier at Norges Bank bør pålegges å utarbeide regnskap etter IFRS:

- IFRS er det mest egnede regnskapsrammeverket av de tre rammeverkene som anbefales av IMF. Det vil være unaturlig å pålegge Norges Bank å følge US GAAP, siden IFRS benyttes i EØS-området. Regnskapsrammeverket til ESB dekker kun tradisjonell sentralbankvirksomhet. Ettersom det blant annet er besluttet at

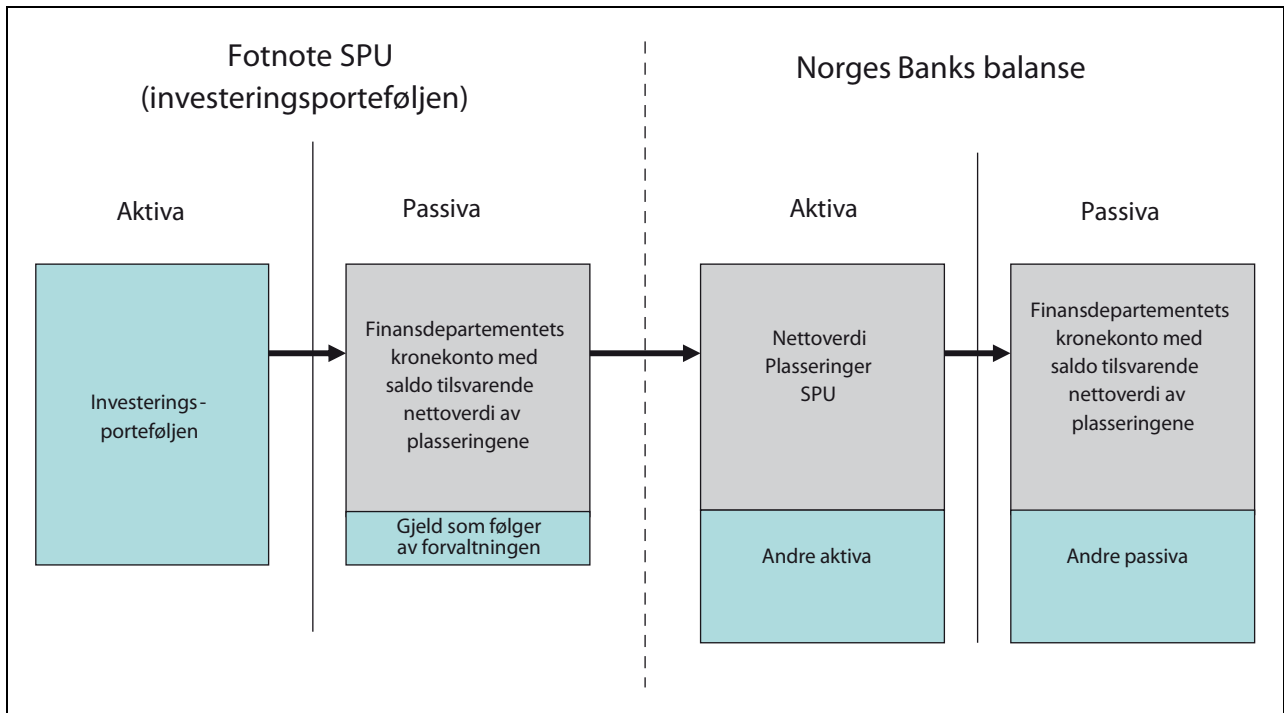
¹⁰ Høringsnotat og høringsuttalelser er tilgjengelige på departementets nettside (www.regjeringen.no/fin).

Boks 5.1 Finanskriseutvalgets utredning

Finanskriseutvalget ble oppnevnt i juni 2009 for å vurdere det norske finansmarkedet, herunder norsk finansmarksregulering, i lys av den internasjonale finanskrisen og erfaringene fra denne. Utvalget ble blant annet bedt om å beskrive de bakenforliggende årsakene til finanskrisen, og se på om det var særlige nasjonale forhold som bidro til utviklingen av krisen i Norge. Utvalgets vurderinger ble lagt fram 25. januar 2011 som NOU 2011:1 Bedre rustet mot finanskriser.

Rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond var ikke en del av mandatet for Finanskriseutvalget, men det er likevel flere deler av utvalgets rapport som er relevante for forvaltningen av fondet:

- *Generelle lærdommer.* Utvalget peker på at de gode økonomiske tidene forut for finanskrisen førte til overoptimisme og urealistiske risikovurderinger. Manglende kunnskap og overdreven optimisme resulterte i feilvurderinger, feilinvesteringer og for høyt gjeldsopptak. Uheldige insentiver var også en viktig årsak til den internasjonale finanskrisen. Finansinstitusjoner tjente på å omgå regulering. Innad i mange finansinstitusjoner førte svakheter i styrings- og avlønningssystemer til at det ble gitt bonuser til ansatte som tok for høy risiko på institusjonens vegne. Det var også en overdreven tro på velfungerende markeder, både blant myndigheter og markedsaktører. Økt grad av gjensidighet avhengighet mellom land bidro samtidig til manglende risikospredning.
- *Betydningen av tillit og et robust rammeverk.* Finanskrisen viste at det er behov for å skape tillit til at fondet og det makroøkonomiske rammeverket tåler en ny krise når petroleumsinntektene etter hvert avtar. Stresstesting av SPUs portefølje vil kunne være et nyttig hjelpemiddel for å belyse denne problemstillingen.
- *Behovet for likviditet på lenger sikt.* Finanskrisen medførte store utslag i verdsettingen av finansielle eiendeler, og store endringer i eiendelenes omsettelighet (likviditet). Utvalget peker i sin rapport på at dette ikke nødvendigvis er et problem for en investor med lang investeringshorisont og lite behov for tilgang til likvide midler. Det pekes også på at under kriser kan langsiktige investorer i stedet dra nytte av økte risikopremier, og samtidig bidra til mer velfungerende markeder. Utvalget peker på at store ambisjoner i finanspolitikken krever store buffere. Utvalget mener at land med konjunkturavhengige ressursinntekter, som Norge, bør ha særlig store buffere ettersom inntektene kan falle svært kraftig ved et internasjonalt tilbakeslag. Statens pensjonsfond ligger an til å vokse betydelig i årene som kommer. På sikt vil imidlertid de løpende tilførselene til fondet avta, og de årlige uttakene fra fondet vil etter hvert bli større enn tilførselen av nye midler. Dette svekker ikke nødvendigvis fondets risikobærende evne, men betyr at investeringer som gir en løpende tilførsel av likviditet kan bli mer attraktive enn før. Det kan også ha betydning for investeringsstrategien for fondet, herunder andelen av kapitalen som bør plasseres i mer likvide finansielle instrumenter.
- *Behovet for å bedre risikostyringen og den operasjonelle forvaltningen.* Finanskrisen illustrerte behovet for å identifisere, styre og kommunisere risiko på en bedre måte, jf. Meld. St. 10 (2009-2010). Krisen avdekket også svakheter i risikostyringen og den operative forvaltningen, noe som blant annet førte til en omfattende omorganisering av kapitalforvaltningen i Norges Bank med vesentlig styrket risikostyring og rapportering.
- *Godtgjøring av forvaltere.* Finanskrisen synliggjorde mangelen på sammenfallende interesser mellom oppdragsgiver og kapitalforvalter. I 2010 ble det fastsatt nye regler om godtgjøringsordninger i finansinstitusjoner i Norge (EU-direktiv), som skal bidra til å fremme og gi insentiver til god styring av og kontroll med risikoen i forvaltningen, motvirke for høy risikotaking og bidra til å unngå interessekonflikter. Disse reglene er også gjort gjeldende overfor Norges Bank og Folketrygdfondet knyttet til forvaltningen av henholdsvis SPU og SPN.
- *Viktigheten av at eierskapsrollen utøves på en god måte.* En medvirkende årsak til finanskrisen var svikt i tradisjonell selskapsstyring («corporate governance»). En viktig del av eierskapsutøvelsen er å bidra til å ansvarliggjøre styret og ledelsen i et selskap.



Figur 5.2 Sammenhengen mellom Norges Banks balanse og fotnote SPU. Plasseringer for SPU kalles i forskriften «investeringsporteføljen»

Kilde: Finansdepartementet

Norges Bank skal investere deler av SPUs kapital i unotert eiendom er det påkrevet å velge et regnskapsrammeverk som også omfatter slike investeringer.

- IFRS er innført helt eller delvis som regnskapsrammeverk for mer enn 70 sentralbanker, herunder for sentralbankene i Storbritannia, Australia, New Zealand, Hong Kong og Singapore.
- Det stilles krav om bruk av IFRS eller IFRS-tilpassede forskrifter for norske banker.
- Hensynet til at Norges Banks regnskapsrapportering for SPU bør skje etter standarder som er kjent i mottakerlandene for fondsinvesteringene. Banken er gjennom forvaltningen av SPU en av verdens største statlige investorer (såkalte Sovereign Wealth Funds). I de senere årene har både media og myndighetene i flere land hatt økt fokus på utenlandske statlige investorer som kjøper seg opp i landenes børsnoterte selskaper. Departementet legger derfor stor vekt på åpenhet om forvaltningen, både om SPUs investeringsstrategi og regnskapsrapportering.

På denne bakgrunn krever den nye regnskapsforskriften at Norges Bank skal følge IFRS i forbindelse med bankens rapportering om plasseringene for SPU (i forskriften brukes begrepet

«investeringsporteføljen»). IFRS skal også følges ved regnskapsrapporteringen for Norges Banks øvrige virksomhet med to unntak:

- Ved oppstilling av finansiell stilling (balanse) i Norges Banks årsregnskap skal SPUs kronekonto og motverdien av denne føres på én linje (videreføring av dagens praksis).
- Dersom Norges Bank oppretter datterselskaper for å eie aktiva som ledd i forvaltningen av SPU, skal slike datterselskaper konsolideres inn i regnskapsrapporteringen for SPU. Disse datterselskapene inngår derfor på linjen SPUs kronekonto og motverdien av denne ved oppstilling av finansiell stilling (balanse) i Norges Banks årsregnskap.

Departementets mandat vedrørende Norges Banks forvaltning av SPU inneholder rapporteringskrav som supplerer regnskapsforskriftens krav til regnskapsrapportering, jf. omtale i avsnitt 5.2.2 nedenfor.

Regnskapsrapportering for SPU inngår i Norges Banks årsregnskap

SPU er formelt sett et innskudd på konto i Norges Bank, jf. figur 5.2. Midlene forvaltes av Norges Bank i samsvar med mandatet gitt av departementet. Kapitalforvaltningen utgjør en betydelig

del av Norges Banks virksomhet, og det er bankens hovedstyre som står ansvarlig for at mandatet følges. De underliggende juridiske forhold taler derfor for at det bør rapporteres om forvaltningsvirksomheten i Norges Banks regnskap. Ut fra en slik betraktning vil det ikke være hensiktsmessig å kreve at det også skal avlegges et eget regnskap for investeringsporteføljen. Departementet viser til at adskilte regnskap for SPU vil kunne gi opphav til forskjellige løsninger innenfor de prinsippbaserte reglene etter IFRS. Det vil være uheldig om Norges Bank i forskjellige offentlige dokumenter må gi motstridende opplysninger om de samme faktiske forhold. Departementet er på denne bakgrunn kommet fram til at det skal kreves rapportering om SPU i note til Norges Banks regnskap, men at relevante utdrag fra dette regnskapet tas med i en egen årsrapport for SPU.

Særlige krav til regnskapsrapportering for SPU

Departementet mener at plasseringene for fondet i utgangspunktet bør måles til «virkelig verdi». Normalt vil slik måling best reflektere den reelle verdiutviklingen til fondet, og dermed være best egnet til å informere regnskapsbrukerne om hvordan Norges Bank har ivaretatt forvaltningen. Samtidig viser departementet til at krav om måling til «virkelig verdi» kan skape et misvisende bilde av den faktiske situasjonen i tilfeller hvor det hefter vesentlig usikkerhet om observerte markedspriser. Dette kan være tilfellet i perioder eller markeder som er mindre likvide, og hvor det heller ikke er etablert enighet om noen akseptabel alternativ verdimålingsmetode. Av denne grunn gjøres det en rekke unntak fra kravet til måling til «virkelig verdi» etter IFRS. Disse unntakene forstås og er anerkjente i regnskaps- og investormiljøene, både i Norge og internasjonalt. Dersom det fastsettes unntak fra IFRS på dette området, vil det også kunne medføre at regnskapene blir mindre informative, noe som vil kunne skape unødige utfordringer for banken overfor internasjonale avtalemotparter som bygger på regnskapsinformasjon. Departementet kom etter en samlet vurdering fram til at det ikke bør fastsettes avvik fra IFRS på dette området, men at det oppstilles krav til begrunnelse dersom finansielle eiendeler og finansiell gjeld ikke er klassifisert til «virkelig verdi over resultatet».

Departementet viser til at det uttalte formålet med investeringsstrategien for SPU er å maksimere den internasjonale kjøpekraften til fondet, jf. omtale i kapittel 2.2 i Meld. St. 10 (2009-2010).

Ved analyser av investeringsstrategien legger departementet stor vekt på forventet gjennomsnittlig realavkastning på lang sikt (15 års tidshorisont brukes i departementets simuleringer), målt i valutakurven til fondets referanseindeks. Ved rapportering av avkastning i prosent legges det også størst vekt på realisert realavkastning målt i valutakurven til fondets referanseindeks for en lang tidsperiode (siden oppstart av fondet). Hensynet til konsistens mellom investeringenes formål og rapportering om oppnådde resultater tilsier isolert sett at en burde beregne et regnskapsmessig resultat før valutakurs- og prisstigningseffekter, dvs. at det fra SPU's nominelle årsresultat ideelt sett både bør skilles ut en valutakurseffekt (valutakurseffekter mellom referanseindeksens valutakurv og norske kroner) og en prisstigningseffekt. Ettersom det ikke er i tråd med anerkjent regnskapspraksis å vise utviklingen i realverdi som en egen linje i et resultatregnskap, er departementet kommet til at det heller ikke er naturlig å kreve utskillelse av kun valutakurseffekter i resultatregnskapet. Slike analyser vil det være mer naturlig at departementet presenterer i meldinger til Stortinget om forvaltningen av SPU. Departementet har på denne bakgrunn kommet til at det ikke bør oppstilles et ubetinget krav om at valutakurseffekter skal vises på egen linje, men at Norges Bank i note må beskrive hvilken beregningsmetode som er benyttet dersom valutakurseffekter likevel skilles ut.

Riksrevisjonen har foreslått at det i regnskapsforskriften for Norges Bank bør stilles krav om noteopplysninger om SPU's andel av ekstern revisors honorar fordelt på revisjon og konsulenttjenester. Etter departementets syn er det mer naturlig at Norges Banks representantskap gir informasjon om hvilke ressurser representantskapet bruker på kontroll med bankens regnskaper og på tilsyn med bankens virksomhet i sin årlige uttalelse til Stortinget, jf. nytt fjerde ledd i sentralbankloven § 30 som trådte i kraft 1. januar 2011.

5.2.2 Nytt mandat for Norges Banks forvaltning av SPU

Departementet fastsatte den 8. november 2010 et nytt mandat for Norges Banks forvaltning av SPU, med ikrafttredelse 1. januar 2011. Mandatet ble oppdatert den 21. desember 2010 med nye bestemmelser om godtgørelsesordninger.

Det nye mandatet innebærer at reguleringen av SPU nå er samlet i ett dokument, i motsetning

til tidligere hvor forvaltningen var regulert gjennom tre regelsett (forskrift, utfyllende retningslinjer og forvaltningsavtale). En slik samlet regulering vil bidra til å gjøre regelverket for fondet mer brukervennlig og lettere tilgjengelig. Det nye mandatet er samtidig mer omfattende enn de tidligere regelsettene. Videre regulerer mandatet områder som tidligere regelsett ikke dekket, samtidig som bestemmelsene er mer utfyllende. Departementet har for øvrig lagt til grunn at reguleringen av forvaltningen fortsatt skal være rammepreget, slik at Norges Bank må fylle ut de overordnede rammene og prinsippene med et mer detaljert internt regelverk for den operative gjennomføringen av forvaltningen, jf. kapittel 5.1.

Hovedprinsipper i det nye mandatet

Det nye mandatet er utformet etter følgende hovedprinsipper, som et bredt flertall i Stortinget har sluttet seg til, jf. Meld. St. 10 (2009-2010) og Innst. 373 S (2009-2010):

- Det skal reflektere politiske myndigheters holdninger til hva som er en akseptabel risiko i fondet.
- Norges Bank skal fastsette supplerende risikorammer for forvaltningen.
- Departementet skal fastsette overordnede kvalitative krav knyttet til risikoen i den aktive forvaltningen.
- Ansvaret for å utforme regler for operasjonalisering av forvalteroppdraget delegeres til Norges Banks hovedstyre, men slik at mandatet angir relevante temaer for Norges Banks egenregulering.
- Det skal reflektere offentlighetsprinsippet i forvaltningen, og det er satt offentlige rapporteringskrav knyttet til gjennomføringen av forvalteroppdraget i overensstemmelse med dette.

Departementet har for øvrig lagt til grunn at bestemmelser om regnskapsrapportering fastsettes i forskriften om årsregnskap m.m. for Norges Bank, jf. avsnitt 5.2.1.

Strategisk plan for forvaltningen

En ny bestemmelse i mandatet for SPU er kravet om at Norges Bank skal utarbeide en strategisk plan for hvordan forvaltningsoppdraget skal løses. Det er i mandatet stilt krav om at planen skal oppdateres regelmessig og ved vesentlige endringer i forvaltningen, og at en regelmessig skal evaluere om planens målsettinger er oppnådd. Norges Bank har i forbindelse med publiseringen av årsrapporten om forvaltningen av SPU for 2010 gjort den strategiske planen for perioden 2011-2013 offentlig tilgjengelig på sin nettside (www.nbim.no).

ringen av årsrapporten om forvaltningen av SPU for 2010 gjort den strategiske planen for perioden 2011-2013 offentlig tilgjengelig på sin nettside (www.nbim.no).

Tillatte instrumenter i forvaltningen

Mandatet innebærer at Norges Bank kan plassere fondets midler i finansielle instrumenter og kontantinnskudd, men innenfor visse begrensninger. For å ivareta hensynet til en effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget og for å legge til rette for at man kan utnytte fondets særtrekk, er det i mandatet tatt inn to nye bestemmelser som innebærer en viss utvidelse av instrumentbruken i forhold til tidligere regelverk. Det gjelder for det første at fondets midler kan plasseres i unoterte selskaper hvor styret i selskapet har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass. Videre er det presisert at fondets midler kan plasseres i finansielle instrumenter og derivater som tilfaller porteføljen som følge av selskaphendelser, for eksempel konkurs.

Reguleringen av markedsrisiko i aksje- og obligasjonsporteføljen – forventet relativ volatilitet

Den sentrale reguleringen av markedsrisikoen i forvaltningen av aksje- og obligasjonsporteføljen er rammen for forventet relativ volatilitet. Forventet relativ volatilitet er et risikomål for den aktive forvaltningen, som gir uttrykk for hvor mye avkastningsforskjellen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen forventes å variere. Slike avkastningsforskjeller reflekterer at Norges Bank søker å oppnå meravkastning gjennom å avvike fra referanseindeksen (aktiv forvaltning).

I mandatet for SPU framgår det at banken skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1 prosent. Under visse statistiske forutsetninger, og gitt at Norges Bank utnytter denne rammen fullt ut, betyr denne rammen at avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen forventes å være mindre enn 1 prosentpoeng i to av tre år. Forskjellen forventes å være mindre enn 2 prosentpoeng i 19 av 20 år og mindre enn 3 prosentpoeng i 99 av 100 år.

Bestemmelsen om forventet relativ volatilitet i mandatet for SPU om at forvaltningen skal legges opp «med sikte på» innebærer for øvrig at en ved praktiseringen av rammen har åpnet for at forventet relativ volatilitet kan være høyere i helt spesielle situasjoner.

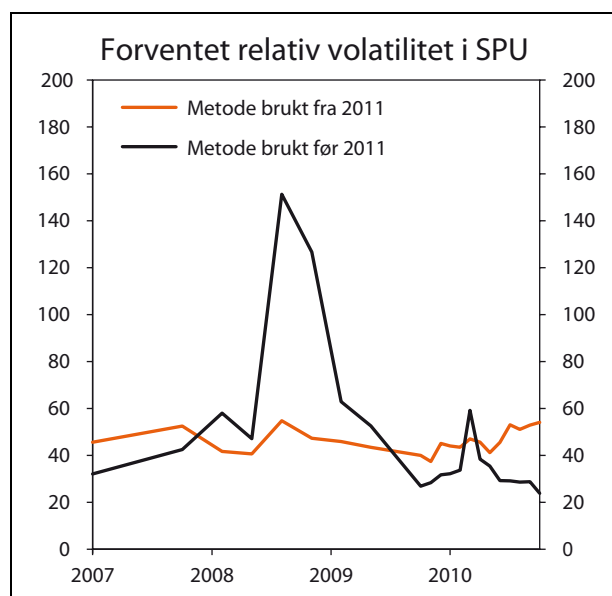
Den konkrete metoden som anvendes for å beregne forventet relativ volatilitet er en viktig del av operasjonaliseringen av dette risikomålet, jf. Meld. St. 10 (2009-2010). I mandatet er det stilt krav om at Norges Bank skal fastsette en metode for beregning av forventet relativ volatilitet som må godkjennes av departementet.

Norges Bank anbefalte i brev til departementet 31. desember 2010 å endre metoden for beregning av forventet relativ volatilitet. Den nye metoden ble godkjent av departementet 12. januar 2011. Metoden innebærer at beregningen av forventet relativ volatilitet tar utgangspunkt i ukentlige observasjoner av prisene på de finansielle instrumentene som inngår i porteføljen, basert på tre års historikk og der observasjonene tillegges lik vekt i beregningen. Tidligere tok beregningen utgangspunkt i daglige prisobservasjoner der de seneste observasjonene ble tillagt større vekt enn observasjoner lenger tilbake i tid, noe som i praksis innebar at det ble lagt stor vekt på de seneste daglige observasjonene.

Den nye beregningsmetoden vil gi større grad av samsvar mellom målingene av forventet relativ volatilitet og tidshorizonten på bankens aktive investeringer. Metoden innebærer at det i første rekke er endringer i bankens absolutte avvik fra referanseindeksen (dvs. endringer i de aktive posisjonene) som forklarer endringer i målt forventet relativ volatilitet, og ikke kortsiktige markedssvingninger. Dette vil bidra til å redusere risikoen for uheldige tilpasninger i forvaltningen, for eksempel ved at fondets eiendeler selges på ugunstige tidspunkter.

Den gamle metoden for beregning av forventet relativ volatilitet var relativt følsom for generell markedsuro. Kortsiktige endringer i markedsforholdene slo dermed relativt raskt ut i beregnet aktiv risiko, slik en blant annet så under finanskrisen. Samtidig innebar metoden at den målte aktive risikoen falt relativt raskt tilbake etter en periode med markedsuro fordi beregningen var basert på en kort måleperiode. Ettersom den nye beregningsmetoden er basert på en lenger måleperiode (slik at observasjonene fra perioder med markedsuro da ikke faller like raskt ut av beregningsgrunnlaget), vil en også forvente at målt aktiv risiko blir liggende på et noe høyere nivå etter slike perioder, jf. figur 5.3.

Departementet vil peke på at omleggingen av metoden for beregning av forventet relativ volatilitet, der det legges større vekt på observasjoner lenger tilbake i tid enn tidligere, vil innebære større grad av stabilitet i den målte aktive risikoen i



Figur 5.3 Forventet relativ volatilitet i SPU beregnet etter ny og gammel metode. Basispunkter (1 basispunkt = 0,01 pst.)

Kilde: Norges Bank

SPU. Dette vil samtidig bidra til at den målte relative volatiliteten i mindre grad enn før vil reflektere kortsiktige svingninger i differanseavkastningen. Departementet mener likevel at risikomålingen vil kunne gi et bedre grunnlag for den løpende risikostyringen i fondet, ved at den nye beregningsmetoden forventes å gi større grad av samsvar mellom tidshorizonten for de aktive investeringene og måleperioden for aktiv risiko. Med den nye metoden vil endringer i rapportert forventet relativ volatilitet i større grad enn tidligere reflektere endringer i bankens aktive posisjoner, snarere enn endringer i det generelle risikonivået i markedet.

Ramme for kredittrisiko basert på kredittvurdering

I tillegg til bestemmelsen om forventet relativ volatilitet, er det i mandatet for SPU lagt begrensninger på universet av tillatte investeringer gjennom en separat ramme for kredittrisiko basert på kredittvurdering (rating). Det framgår av mandatet at banken skal legge opp forvaltningen med sikte på at høyrisikoobligasjoner (kredittvurdering lavere enn «investment grade») ikke utgjør mer enn 3 prosent av markedsverdien av obligasjonsporteføljen. Formålet med denne bestemmelsen er å unngå at fondet blir tvunget til å selge obligasjoner som blir nedgradert på ugunstige tidspunkter.

Bestemmelsen vil bidra til å begrense eksponeringen mot finansielle instrumenter som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av risikomålet forventet relativ volatilitet. Samtidig er det krevende å definere ett enkelt, robust og operasjonaliserbart mål for å avgrense denne typen risiko, og det er også svakheter knyttet til å overbelaste kredittvurderingen som en del av risikostyringen. Departementet mener likevel at etableringen av en særskilt ramme for kredittrisiko basert på kredittvurdering inntil videre vil være et hensiktsmessig tiltak som kan bidra til å avgrense risikoen i obligasjonsinvesteringene – utover de generelle krav som stilles til styring, måling og kontroll av risiko.

Departementet vil for øvrig vise til arbeidet med å vurdere en eventuell omlegging av referanseindeksen for fondets obligasjonsinvesteringer, jf. kapittel 2.5 i denne meldingen. En omlegging av referanseindeksen vil kunne gjøre det aktuelt å endre bestemmelsene i mandatet om rammer for risikotaking i forvaltningen, herunder kravet til kredittvurdering og rammen for høyrisikoobligasjoner.

Supplerende risikorammer

Departementet har tidligere pekt på svakheter ved risikomålet forventet relativ volatilitet, jf. Nasjonalbudsjettet 2006. Disse svakhetene ble synliggjort under finanskrisen, og understreket behovet for å supplere forventet relativ volatilitet med andre risikomål, jf. Meld. St. 10 (2009-2010). I mandatet for SPU har departementet derfor stilt krav om at Norges Bank skal fastsette supplerende risikorammer i tillegg til forventet relativ volatilitet, samtidig som det er stilt krav til risikospredning av de aktive posisjonene og krav til at banken skal styre og måle risikoen etter flere hovedkategorier enn tidligere.

Det er stilt krav om at det skal fastsettes supplerende risikorammer for følgende hovedkategorier: minste sammenfall mellom faktisk portefølje og referanseindeksen, kredittrisiko, likviditetsrisiko, motpartseksponeering, belåning inkludert bruttoeksponering mot ulike aktivaklasser og reinvestering av mottatt kontantsikkerhet. Departementet vil peke på at belåning og reinvestering av kontantsikkerhet nå bare vil kunne skje med sikte på en effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget, men ikke for å øke fondets eksponering mot risikable aktiva.

I tråd med kravene i mandatet skal de supplerende risikorammene legges fram for departementet minst fire uker før planlagt ikrafttredelse. Norges Bank har i brev til departementet 3.

desember 2010 redegjort for de supplerende risikorammene som hovedstyret har fastsatt. Departementet har i brev til banken 21. desember 2010 uttalt at en tar redegjørelsen til etterretning.

Etter departementets vurdering vil de supplerende risikorammene bidra til å sikre et mer finmasket system for regulering av risikoen i forvaltningen, samtidig som departementets regulering av fondet fortsatt er rammepreget.

Retningslinjer for eiendomsinvesteringer

Det nye mandatet inneholder bestemmelser om eiendomsinvesteringer. Bestemmelsene samsvarer med reglene som ble fastsatt av departementet 1. mars 2010, med unntak av at det er foretatt enkelte presiseringer.

Regler om godtgjørelsesordninger

Departementet har tidligere varslet at tilsvarende regler om godtgjørelsesordninger som gjelder for finansinstitusjoner i Norge, også skal gjelde for Norges Banks forvaltning av SPU. På denne bakgrunn har departementet inntatt bestemmelser om retningslinjer og rammer for en godtgjøringsordning i mandatet for SPU. Bestemmelsene innebærer at forskrift 1. desember 2010 nr. 1507 om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond med senere endringer er gjort gjeldende for kapitalforvaltningen i banken med nødvendige tilpasninger. Departementet har i brev til banken presisert at det med nødvendige tilpasninger siktes til kun tekniske forhold, og at Norges Bank ikke skal gis lempeligere behandling enn det som gjelder for dem som er omfattet av godtgjørelsesforskriften.

Bestemmelser om rapportering

Det er i mandatet stilt strenge krav til bankens rapportering om forvaltningen av SPU, der utgangspunktet skal være størst mulig åpenhet innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget. Videre er det stilt krav om at hovedstyret skal offentliggjøre prinsipper, retningslinjer og rammer for forvaltningen.

Departementet legger til grunn at allmennheten både gjennom kravene i det nye mandatet og de nye regnskapsreglene som er gjort gjeldende overfor Norges Bank vil få mer informasjon om forvaltningen enn tidligere, herunder mer informasjon om avkastningen på fondets plasseringer,

risikoen i fondet og avlønningen i kapitalforvaltningen i Norges Bank.

Retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis

Det nye mandatet inneholder også bestemmelser om ansvarlig investeringspraksis, herunder prinsipper for eierskapsutøvelsen. Bestemmelsene samsvarer med reglene om ansvarlig investeringsvirksomhet som ble fastsatt av departementet 1. mars 2010, med unntak av at det er foretatt visse presiseringer samtidig som de er tilpasset mandatets form. Disse bestemmelsene, sammen med *Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU*, erstatter de tidligere etiske retningslinjene for SPU. Hovedtrekkene i de etiske retningslinjene er videreført, samtidig som departementet har utvidet strategien for ansvarlig investeringspraksis med nye tiltak, jf. omtalen i Meld. St. 10 (2009-2010).

Bestemmelsene om ansvarlig investeringspraksis i mandatet for SPU viser til at forvaltningen av fondsmidlene skal bygge på målet om høyest mulig avkastning. Det er presisert at god avkastning på lang sikt vil være avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand. Videre er det presisert at god avkastning over tid også vil avhenge av velfungerende, legitime og effektive markeder. Dette er i tråd med departementets omtale av målet for arbeidet med ansvarlig forvaltning i St.meld. nr. 20 (2008-2009). Det samsvarer også med Norges Banks arbeid med utvikling av eierskapsarbeidet.

Mandatet pålegger Norges Bank å ha interne retningslinjer for å integrere hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i hele investeringsvirksomheten, i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet. Departementet legger til grunn at det vil framgå av de interne retningslinjene hvordan disse hensynene er integrert i investeringsvirksomheten for de ulike aktivaklassene, både for den internt og eksternt forvaltede delen av porteføljen.

Mandatet stiller også krav om at større endringer i bankens prioriteringer i eierskapsutøvelsen skal oversendes departementet til uttalelse før endelig beslutning treffes. Videre skal bankens planer høres offentlig før de oversendes departementet for på den måten å sikre et bredt tilfang av synspunkter. En slik prosedyre er blitt fulgt av Norges Bank i arbeidet med å utarbeide særlige forventninger til selskaper på områdene vannforvaltning og klimahåndtering. Det er også stilt krav

om at banken aktivt skal bidra til utviklingen av gode internasjonale standarder innen ansvarlig investeringsvirksomhet og eierskapsutøvelse.

Norges Bank skal i tråd med mandatet rapportere kvartalsvis og årlig om sitt arbeid med ansvarlig investeringspraksis. Den årlige rapporten skal inneholde en bred gjennomgang av blant annet bankens stemmegiving på generalforsamlinger, vesentlige endringer i bankens prioriteringer i eierskapsarbeidet, bankens arbeid med å integrere hensynene til god selskapsstyring, miljø- og samfunnsmessige forhold i forvaltningen og bankens bidrag til utvikling av gode internasjonale standarder innen ansvarlig investeringsvirksomhet og eierskapsutøvelse mv.

I Meld. St. 10 (2009-2010) ble det uttalt at en tok sikte på å klargjøre hvilke kriterier som ligger til grunn for at departementet i særlige tilfeller kan legge restriksjoner på investeringer i statsobligasjoner utstedt av bestemte land:

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

Det er på denne bakgrunn tatt inn en bestemmelse i det nye mandatet for SPU i tråd med dette. Fondsmidlene skal etter denne bestemmelsen ikke plasseres i rentebærende instrumenter utstedt av stater eller statsrelaterte utstedere i de særlige tilfeller der departementet har avskåret slike investeringer på bakgrunn av at det er rettet internasjonale sanksjoner av stort omfang mot et bestemt land og Norge har sluttet opp om sanksjonene.

5.2.3 Nytt mandat for Folketrygdfondets forvaltning av SPN

Departementet fastsatte den 21. desember 2010 nytt mandat for Folketrygdfondets forvaltning av

SPN, som trådte i kraft 1. januar 2011. Mandatet innebærer at tidligere regulering gjennom forskrift, utfyllende retningslinjer og forvaltningsavtale nå er samlet i ett dokument. Mandatet er for øvrig basert på de samme hovedprinsippene som det nye mandatet for SPU, jf. avsnitt 5.2.2 ovenfor.

De tidligere reglene for forvaltningen av SPN var vesentlig mer detaljerte enn bestemmelsene i det nye mandatet. Forskjellen er særlig markert når det gjelder detaljeringsgraden i kravene til måling, styring og kontroll av risiko. Dette må blant annet ses i sammenheng med at Folketrygdfondet, i forbindelse med omdanningen til særlovselskap i 2008 og tilpasningen til nye rammebetingelser, har foretatt vesentlige investeringer i nye styringssystemer. Departementet mener at et høyt detaljeringsnivå i de tidligere reglene for SPN var hensiktsmessig for å tydeliggjøre forventningene til den operasjonelle forvaltningen i forbindelse med omdanningen, herunder til de styringssystemer som skulle etableres. Erfaringene med Folketrygdfondet som særlovselskap har etter departementets syn vært gode. Blant annet har Folketrygdfondet lagt ned et betydelig arbeid i å videreutvikle forvaltningen i tråd med strengere krav til måling, styring og kontroll av risiko enn tidligere.

Det nye mandatet for SPN innebærer ikke at det vil bli stilt mindre strenge krav til måling, styring og kontroll av risiko enn før, men at det i større utstrekning vil være styret i Folketrygdfondet som har ansvar å videreutvikle mer detaljerte regler for risikostyringen, innenfor overordnede rammer fastsatt av departementet.

Det nye mandatet for SPN inneholder i hovedtrekk tilsvarende bestemmelser som mandatet for SPU, med unntak av det som følger av forskjeller i investeringsunivers og særtrekk for øvrig.

Departementet har tidligere uttalt om Norges Banks forvaltning av SPU at det verken er hensiktsmessig eller ønskelig at forvaltningsvirksomheten detaljreguleres og løpende styres fra depar-

tementet, jf. St.meld. 20 (2008-2009). Dette generelle prinsippet har også bred støtte i Stortinget, jf. Innst. S. nr. 277 (2008-2009).

Prinsippet legges til grunn også for Folketrygdfondets forvaltning av SPN. Det framgår av mandatet for forvaltning av SPN at Folketrygdfondet er ansvarlig for å foreta de enkelte investeringsvalgene, innenfor de overordnede rammene som er fastsatt av departementet. Fondet skal foreta enkeltinvesteringer på forretningsmessig grunnlag, uavhengig av Finansdepartementet, og forelegger heller ikke disse investeringene for departementet på forhånd. Det samme prinsippet legges til grunn for eierskapsutøvelsen, som skal sikre SPNs finansielle interesser. I mandatet for SPN er det stilt krav om at eierskapsutøvelsen skal baseres på internasjonalt anerkjente prinsipper, som FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og multinasjonale selskaper.

Departementet viser til at rammen for forventet relativ volatilitet er satt vesentlig høyere for SPN (3 prosent) enn for SPU (1 prosent), noe som blant annet må ses i sammenheng med fondets dominerende størrelse i det norske markedet og særtrekk ved markedet, jf. nærmere omtale i kapittel 3.

Departementet vil også peke på at rammen for investeringer i høyrisikoobligasjoner er satt vesentlig høyere for SPN (25 prosent) enn for SPU (3 prosent), samtidig som den er noe mer fleksibel. Forskjellen reflekterer blant annet at det norske obligasjonsmarkedet på flere områder skiller seg fra obligasjonsmarkedene internasjonalt. Kredittrisikoen knyttet til en investering i høyrisikoobligasjoner i samsvar med rammen på 25 pst. oppfattes likevel å være begrenset.

Departementet har fastsatt overgangsbestemmelser knyttet til Folketrygdfondets implementering av det nye mandatet som innebærer at enkelte av bestemmelsene vil tre i kraft først i løpet av annet halvår 2011.

Del II
Temaartikkel

6 Simulert realverdiutvikling av SPU 20 år fram i tid

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

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

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

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

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

for denne perioden, eller tidsvarierende anslag mer generelt, jf. diskusjon i Meld. St. 10 (2009-2010), kapittel 8. Bruken av de langsiktige anslagene i simuleringene er en annen kilde til usikkerhet i simuleringen.

Simuleringsverktøy

Modellen som er brukt i simuleringene er nærmere omtalt i tidligere meldinger til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond¹¹. Modellen er blitt videreutviklet i senere tid for å gi en mer realistisk beskrivelse av blant annet risiko for store tap i finansmarkedene (såkalt stokastisk eller tidsvarierende volatilitet), og løpende tilførsel til fondet. En beskrivelse av simuleringsmodellen vil bli lagt ut på departementets nettside (www.regjeringen.no/spf).

Kort oppsummert simuleres utviklingen av fondets realverdi over tid ved hjelp av en såkalt Monte Carlo (stokastisk) modell, som «trekker» et stort antall mulige stier som verdien av fondet kan følge et gitt antall år fram i tid. Utfallsrommet, som «måles» på sluttidspunktet, gir informasjon om forventet verdi og usikkerhet rundt forventningen. Modellen som departementet benytter tar utgangspunkt i kjente prisprosesser for finansielle aktiva, som gir rom for avvik fra normalfordelingen (stokastisk volatilitet og «mean reversion»). Dette muliggjør en mer realistisk beskrivelse av avkastningen.

Modellen simulerer den stokastiske utviklingen i porteføljens underliggende aksje- og obligasjonsindekser og valutakurser i Europa, Amerika og Asia/Oseania. Simuleringene gjøres i nominelle størrelser, som til slutt (ved investeringshorisonten) deflateres med den valgte (deterministiske) konsumprisindeksen for å omregne til realverdier.

Simuleringene som presenteres her gjøres med norske kroner som referansevaluta.

Tilførsel til fondet er gitt ved verdien av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten (jf. prognoser i Nasjonalbudsjettet 2011

¹¹ St.meld. nr. 24 (2006-2007) og St.meld. nr. 16 (2007-2008).

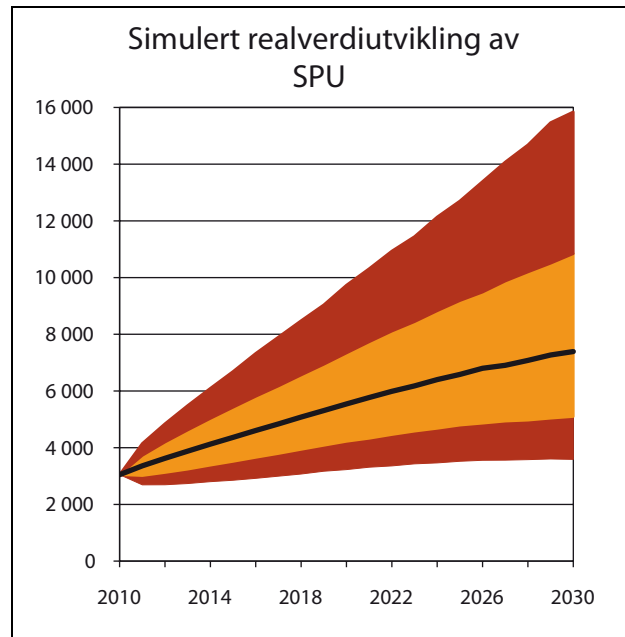
fram til 2030), fratrukket 4 pst. av fondsverdien ved utgangen av foregående år. Modellen antar videre en viss usikkerhet rundt framtidig netto kontantstrøm (nivået på banen er normalfordelt med prognosen i Nasjonalbudsjettet 2011 som forventningsverdi¹²).

Simuleringene er gjort med utgangspunkt i dagens strategiske aktivaallokering og regionfordeling. Avkastningsbidrag fra aktiv forvaltning er ikke medregnet. Fondsverdien simuleres fra og med utgangen av 2010 (verdi 3 077 mrd. kroner) til og med utgangen av 2030.

Resultater

Figur 6.1 viser utviklingen i realverdien av SPU 20 år fram i tid (i mrd. 2011-kroner). Forventningsbanen (medianen) er markert med heltrukket svart kurve. Fondets realverdi forventes å stige til vel 7 400 mrd. kroner i 2030. De oransje og brune vifteformede feltene markerer henholdsvis 68 pst. og 95 pst. konfidensintervaller, som under de gitte forutsetningene gir sannsynligheten for at realverdien vil ligge innenfor disse intervallene. Figuren viser at det er stor usikkerhet rundt fondets størrelse 20 år fram i tid. Det er imidlertid svært stor sannsynlighet for at fondet vil vokse i realverdi. Sannsynligheten for at fondets realverdi i 2030 blir lavere enn verdien ved utgangen av 2010 beregnes til i underkant av 1 pst.

Figur 2.2 (jf. kapittel 2) viser at netto tilførsel til fondet ventes å avta som andel av fondet¹³. Igjen er forventningsbanen (medianen) markert med heltrukket svart kurve, mens de fargede feltene viser 68 og 95 pst. konfidensintervaller. Mens andelen i 2010 var om lag 5 pst., forventes den å falle under null rundt 2020, og være rundt *minus* 2,4 pst. i 2030 (netto uttak). Figuren viser at det med de forutsetninger som er lagt til grunn er 1 – 2 prosentpoeng usikkerhet rundt denne forventningsbanen. Gitt forutsetningene er det likevel nesten sikkert (over 99 pst. sannsynlig) at netto tilførsel som andel av fondet vil være negativ i 2030. I praksis betyr dette at midler da må tas ut av fondet, noe som gir et visst likviditetsbehov. Det forventede nettouttaket er imidlertid mindre enn forventet realavkastning (som er i overkant av



Figur 6.1 Simulert realverdiutvikling av SPU fram til 2030. Mrd. 2011-kroner

Forventningsbanen (medianen) er markert med heltrukket svart kurve. De oransje og brune viftene viser henholdsvis 68 og 95 pst. konfidensintervaller.

Kilde: Finansdepartementet

4 pst.), slik at realverdien av fondet forventes å stige også 20 år fram i tid, som vist i figur 6.1.

Et mulig mål på risiko for fondet kan være risikoen for store nettouttak som andel av fondet. I simuleringene kan et stort nettouttak et enkelt år utløses av et stort fall i fondsverdien gjennom budsjettåret samtidig som netto kontantstrøm som andel av fondets verdi ved utgangen av foregående år er liten (mindre enn 4 pst.). Gitt forutsetningene som beskrevet viser simuleringen at største nettouttak som andel av fondet fram mot 2030 med 95 pst. sannsynlighet vil ligge innenfor intervallet 1,4 – 3,8 pst. (median 2,8 pst.). Det er svært lav sannsynlighet (mindre enn 0,1 pst.) for at årlig nettouttak som andel av fondet vil overskride 5 pst. over kommende 20-årsperiode¹⁴.

Det vil alltid være usikkerhet knyttet til slike simuleringer. Resultatene som presenteres her påvirkes blant annet av antakelsen om bruken av oljeinntekter. Andre usikkerhetsmomenter er antakelsene om framtidig realavkastning, risiko og korrelasjoner og deres gyldighet for kommende 20-årsperiode, og hvorvidt simuleringssmodellen i tilstrekkelig grad fanger opp sannsynlig-

¹² Standardavviket til normalfordelingen er antatt å være 10 pst. Den stokastiske variasjonen i nivået på framtidig netto kontantstrøm er ikke korrelert med andre stokastiske størrelser i modellen.

¹³ Med fondet menes her verdien av fondet ved utgangen av samme året som tilførselen gjennomføres, og ikke verdien ved utgangen av foregående år, som ligger til grunn for handlingsregelen.

¹⁴ En høyere aksjeandel ville gitt en litt høyere sannsynlighet for store nettouttak, ifølge analysen.

heten for svært store fall i kapitalmarkedene. Det kan derfor være interessant å sammenlikne simuleringene med resultater fra såkalte historiske simuleringer, der en benytter historiske avkastningstall i stedet for modellsimulerte, men holder fast ved antakelsene vedrørende porteføljesammensetning og tilførsel. Historiske realavkastningsdata for aksjer og statsobligasjoner som går tilbake til 1900¹⁵ gir 92 overlappende 20-årsperioder som kan benyttes til å simulere årlig realavkastning i SPU fram i tid.

Ifølge en slik historisk simulering vil realverdien av SPU i 2030 ligge mellom 2 667 og 19 556 mrd. 2011-kroner, med en median på 8 521 mrd. kroner. Simuleringen viser videre at nettouttaket i 2030 vil være mellom 0 og 3,7 pst. av fondets

verdi. Medianen er et nettouttak på 2,5 pst. I tiden fram til 2030 vil største nettouttak ligge mellom 0,8 og 3,7 pst. av fondet, med en median på 2,7 pst. Det er spesielt den historiske utviklingen i 20-årsperiodene fram til 2000-2002 som gir relativt store simulerte nettouttak (3,5 – 3,7 pst.). Disse periodene kjennetegnes ved mange år med høy avkastning etterfulgt av noen år med store fall i aksjemarkedet.

Resultatene fra den historiske simuleringen er i rimelig samsvar med resultatene fra simuleringmodellen.

Finansdepartementet

t i l r å r :

Tilråding fra Finansdepartementet av 8. april 2011 om Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 blir sendt Stortinget.

¹⁵ Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook (2011), og Elroy Dimson, Paul Marsh og Mike Staunton (2002) *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press, og Morningstar.

Vedlegg 1

Statens pensjonsfond utland – Investeringsstrategi i nominelle obligasjoner

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 18. mars 2011

1 Innledning

Målet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) er å oppnå høyest mulig langsiktig internasjonal kjøpekraft med moderat risiko. Investeringsstrategien for SPU må ta utgangspunkt i fondets lange investeringshorisont og vurderinger av forventet avkastning og risiko ved ulike investeringsalternativer.

I vårt brev til Finansdepartementet 6. juli 2010 ga vi en fremstilling av hvordan investeringsstrategien for fondet bør utvikles.

Vi gir i dette brevet råd om hvilken rolle den strategiske referanseindeksen bør ha i forvaltningen av fondet og hvordan den strategiske referanseindeksen for nominelle obligasjoner bør settes sammen. Norges Bank har i en egen rapport (omtalt i dette brevet som «rapporten») foretatt en bred gjennomgang av teori og empiri om obligasjonsmarkedet. Denne er oversendt separat som grunnlag for departementets videre arbeid.

2 utfordringer i bruken av strategiske referanseindekser

Den strategiske referanseindeksen for nominelle obligasjoner bør gjenspeile hvilken rolle aktivklassen har i fondet og langsiktige risiko- og avkastningsforventinger ved aktivklassen. Den bør fungere som en langsiktig målestokk for den operative forvaltningen og må ta utgangspunkt i ledende, lett tilgjengelige indekser for å sikre størst mulig åpenhet og transparens.

Risikoegenskapene ved fondets strategiske referanseindeks har endret seg over tid. Utviklingen har vært drevet av strukturelle endringer, fremfor alt på tilbudssiden i rentemarkedet. Dette er nærmere beskrevet i rapporten. Lavere rentenivå har ført til økning i utstedelsen av obligasjoner med lang løpetid.

Fremover vil nye reguleringer av finanssektoren kunne påvirke tilbudet av bankobligasjoner¹ og hvordan ulike deler av bankenes kapitalstruktur behandles. Videre kan utviklingen i den statsfinansielle situasjonen endre risikoegenskapene ved fondets investeringer i statspapirer. Slike strukturelle endringer vil påvirke sammensetningen av den strategiske referanseindeksen på en måte som ikke nødvendigvis ivaretar forvaltningens langsiktige mål. Forvaltningen av fondet bør derfor ikke automatisk tilpasses slike endringer i den strategiske referanseindeksen.

Avkastningen og risikoen i en obligasjonsportefølje vil i all hovedsak være drevet av endringer i rentenivå, endringer i rentens terminstruktur og endringer i rentedifferansen mellom obligasjoner med innslag av kredittisiko og statsobligasjoner. Dette er forhold som i liten grad vil være knyttet til den enkelte låntaker. Avkastnings- og risikoegenskapene ved en bredt sammensatt markedsportefølje kan gjenskapes gjennom et begrenset antall obligasjoner og få utstedere. Risikoreduksjonen en investor vil oppnå ved å spre investeringene over mange obligasjoner er liten. Indeksforvaltning av en markedsvektet obligasjonsportefølje vil derfor ikke gi en effektiv portefølje og vil være unødvendig kompleks å gjennomføre.

De mest brukte indeksene er markedsvektede. Prinsippet om markedsvekting innebærer at låntagere som utsteder store volumer av obligasjoner får økt vekt i referanseindeksen. Økt gjeld kan redusere muligheten til å betjene gjelden. En markedsvektet referanseindeks vil trolig ikke være den tilnærmingen som best diversifiserer risikoen for tap som følge av mislighold.

¹ Se rapport: Results of the comprehensive quantitative impact study, Basel Committee on Banking Supervision, December 2010, tilgjengelig på www.bis.org. Gitt endringer i bankens fundingstruktur anslår denne rapporten bankens langsiktige fundingbehov til 2.890 milliarder euro. Til sammenligning var markedsverdien på banksegmentet av BGAi om lag 1.600 milliarder euro per januar 2011.

Bruken av lett tilgjengelige, investerbare og etterprøvbare markedsindekser som utgangspunkt for den strategiske referanseindeksen gir utfordringer for forvaltningen. Svakheter ved indeksene den strategiske referanseindeksen tar utgangspunkt i er godt dokumentert.² Indeksene ekskluderer mekanisk obligasjoner som kredittvurderingsbyråene ikke lenger finner tilfredsstillende et gitt krav til kvalitet. Indeksene inkluderer heller ikke obligasjoner med flytende rente eller obligasjoner med utestående beløp under et gitt volum. Norges Bank skrev i brevet om vår aktive forvaltning av SPU 23. desember 2009 at slike svakheter krever at vi investerer forskjellig fra indeksen.

Vi skrev i vårt brev 6. juli 2010 at den strategiske referanseindeksen ikke kan gjenspeile all risiko fondet bør være eksponert mot til enhver tid. Slike vurderinger må baseres på skjønn og være en del av den operative forvaltningen. Dette tilsier at Norges Bank etablerer en operativ referanseportefølje innenfor rammen av forvaltningsmandatet.

Gjennom den operative referanseporteføljen vil vi søke å sikre en tidsriktig tilpasning til strukturelle endringer og adressere tekniske svakheter ved den strategiske referanseindeksen. Vi kan i utformingen av den operative referanseporteføljen justere vektingsregimet gjennom å etablere regler for eksponering mot enkeltutstedere, særskilte sektorer eller typer av obligasjoner.

Avvikene mellom den strategiske referanseindeksen og den operative referanseporteføljen vil trekke på risikorammene i mandatet, men vil kunne være større, ha en annen karakter og et annet tidsperspektiv enn hva som normalt vil falle inn under såkalt aktiv forvaltning. Den operative referanseporteføljen vil være et verktøy for å kommunisere hvilke tilpasninger vi gjør i forvaltningen av obligasjonsinvesteringene innenfor rammen av forvaltningsmandatet.

3 Investeringer i nominelle obligasjoner

Vurdert over lengre tidsperioder har realavkastningen ved å investere i nominelle obligasjoner vært vesentlig lavere enn i aksjemarkedet, mens variasjonene rundt realisert realavkastning har

vært om lag like store. På kort og mellomlang sikt kan investeringene bidra til å redusere svingningene i fondets samlede avkastning. Dette er det viktigste strategiske målet for fondets investeringer i nominelle obligasjoner. Innenfor aktivaklassen vil særlig innslaget av kreditt risiko bestemme risiko og avkastningsegenskapene.

Fondets strategiske referanseindeks for obligasjoner består i dag av undergruppene statsobligasjoner, statsrelaterte obligasjoner, pantsikrede obligasjoner og selskapsobligasjoner. I rapporten er det beskrevet hvordan obligasjoner i disse undergruppene i ulik grad vil ivareta de strategiske målene for aktivaklassen. Vår vurdering er at målene ivaretas best ved at den strategiske referanseindeksen settes sammen av statspapirer og selskapsobligasjoner.

Statspapirer med høy kredittkvalitet kan redusere risikoen i porteføljen særlig i perioder med økonomiske tilbakeslag og i perioder med økende risikoaversjon i markedene. Slike investeringer vil også normalt være likvide. I rapporten diskuteres hvordan utviklingen i statenes gjeldssituasjon vil kunne påvirke statspapirers kreditt- og likviditetskvalitet og hvilke konsekvenser dette vil kunne ha for forventet realavkastning.

Selskapsobligasjoner øker den forventede avkastningen, men øker samtidig aktivklassens samvariasjon med egenkapitalinstrumenter, fremfor alt i perioder med kraftige fall i aksjemarkedene. Den strategiske referanseindeksen bør derfor etablere et tydelig skille mellom disse to typene av obligasjoner, siden de har ulik funksjon i fondets portefølje.

Vårt forslag er at statsrelaterte og pantsikrede obligasjoner ikke lenger bør være en del av fondets strategiske referanseindeks. Risikoegenskapene til disse segmentene er mer sammensatt og bidrar ikke nødvendigvis til å ivareta de strategiske målene ved investeringene i nominelle obligasjoner. Særlig introduserer amerikanske pantsikrede obligasjoner andre egenskaper, blant annet gjennom et innslag av opsjonsrisiko, enn de som kjennetegner nominelle renteinvesteringer.

4 Eksponering mot kilder til systematisk risiko

I Meld. St. 10 (2009-2010) skriver Finansdepartementet at systematisk risiko bør vies større oppmerksomhet i forvaltningen av fondet. I vårt brev 6. juli 2010 legger vi til grunn at fondet er spesielt godt egnet til å bære enkelte typer systematisk

² Se blant annet Barclays Capitals *Capturing the Credit Spread Premium* (juni 2010), Kwok Yuen Ng and Bruce Phelps og *Fallen Angels* (14. desember 2010), Arik Ben Dor and Jason Xu.

risiko og derfor trolig bør ha en annen eksponering mot ulike kilder til systematisk risiko enn et markedsvektet gjennomsnitt.

Analysen av aktivallokering har tradisjonelt vært basert på en antagelse om en stabil risikostruktur mellom de brede aktivaklassene. En slik antagelse kan være misvisende. I rapporten presenteres det et teoretisk rammeverk for å beskrive tidsvariasjonene i risikopremier over tid og på tvers av aktivaklasser. Siden fondet har en lang investeringshorisont og stor risikobærende evne, bør fondets eksponering mot ulike risikopremier variere over tid.

De viktigste kildene til systematisk risiko i rentemarkedet er kreditt- og terminpremien. Både kreditt- og terminpremien har variert til dels mye over tid. Teori og empiri om disse risikopremiene er nærmere beskrevet i rapporten.

Kredittpremien er meravkastningen en investor realiserer ved å investere i en obligasjon med større innslag av kreditt risiko fremfor en statsobligasjon med samme løpetid. Historisk har denne premien gjennomgående vært positiv. Den forventede avkastningen ved en investering i selskapsobligasjoner må kompensere for dårligere likviditet, høyere risiko for mislighold og tendensen til at misligholdssituasjoner ofte oppstår i økonomiske nedgangstider. De to sistnevnte forholdene vil ha mange fellestrekk med risikopremien en investor kan høste i aksjemarkedet.

Det er i rapporten vist hvordan kompensasjonen for investeringer i selskapsobligasjoner historisk har vært høyere enn realiserte tap ved mislighold. Vår gjennomgang av litteraturen og egen analyse gir støtte for at fondet bør ha en viss eksponering mot kredittpremien, som bør komme til uttrykk i den strategiske referanseindeksen gjennom en allokering til selskapsobligasjoner.

I rapporten er det beskrevet ulike tilnæringer til hvordan kredittpremien kan dekomponeres og hvordan sammensetningen av kompensasjonen til investor har variert over tid. Vi viser også hvordan porteføljeegenskapene ved investeringer i selskapsobligasjoner påvirkes av konjunktursituasjonen og rentenivået. Norges Banks operative referanseportefølje bør tilpasses dynamisk for å fange tidsvariasjoner i kredittpremien.

Terminpremien er meravkastningen en investor kan oppnå ved å holde en obligasjon med lengre løpetid fremfor å kontinuerlig reinvestere midlene i verdipapirer med kortere løpetid.

Vi finner ikke teoretisk eller empirisk grunnlag for at en bestemt løpetid for referanseindeksen best vil fange terminpremien. Litteraturen

beskriver snarere at en dynamisk tilpasning av porteføljen til endringer i rentens terminstruktur er nødvendig for å oppnå dette. En slik dynamikk kan ikke nedfelles i den strategiske referanseindeksen, men må ivaretas gjennom den operative referanseporteføljen samt tilpasninger i forvaltningen.

Norges Bank vil i utformingen av den operative referanseporteføljen og interne forvaltningsstrategier legge til rette for en dynamisk tilpasning til slike tidsvarierende investeringsmuligheter. En slik utvikling innebærer at Norges Bank i den operative forvaltningen av fondet vil ta faktiske aktiva- og risikoallokeringsbeslutninger basert på forventet avkastning for risikopremier i rentemarkedet. Dette innebærer at den operative referanseporteføljens løpetid og innslag av kreditt risiko vil variere betydelig over tid og avvike fra den strategiske referanseindeksen.

5 Prinsipper for fastsettelse av referanseindeksen og valutafordelingen

Fondets strategiske referanseindeks for obligasjoner består i dag av tre regionale porteføljer som er tilordnet faste vekter. Innenfor hver av de tre regionene er den strategiske referanseindeksen markedsvektet³. I vårt brev 6. juli 2010 påpekte vi at sammenhengen mellom regionvektene og målet for forvaltningen er uklar.

Målet om høyest mulig langsiktig internasjonal kjøpekraft sikres best gjennom bredt eierskap til produksjonen av varer og tjenester fondet skal finansiere kjøp av. Den strategiske referanseindeksens valutasammensetting bør følge av disse vurderingene.

En markedsvektet indeks for allokeringen til statsobligasjoner vil innebære at fondets eksponering mot land med voksende statsgjeld øker. En bedre tilnærming kan være at porteføljen av statsobligasjoner vektet ut i fra produksjonskapasiteten som skal finansiere statsgjelden. Fondets strategiske referanseindeks for obligasjoner var frem til utvidelsen av referanseindeksen i 2002 BNP-vektet innenfor de tre strategiske regionene. Argumentene som den gang lå til grunn for å erstatte BNP-vektene for statsobliga-

³ Med unntak av en omvektning mellom ulike segmenter av obligasjonsmarkedet i USA. I det sveitsiske og de asiatiske markedene består referanseindeksen utelukkende av statsobligasjoner.

sjoner med markedsvekter, fremstår i dag som mindre relevante.

De store fremvoksende markedene India og Kina står for om lag 10 prosent av verdens BNP, men markedene for statsobligasjoner i disse valutaene er i utgangspunktet ikke investerbar for en internasjonal investor og tilfredsstillende derfor ikke kravene som stilles til alminnelige brukte markedsindekser. Markedene er heller ikke investerbar for fondet i det omfanget BNP-vekting impliserer.

Innenfor euroområdet bør hvert enkelt land tilordnes en vekt tilsvarende landets andel av BNP for valutaområdet.

Det er ingen direkte sammenheng mellom BNP og selskapers evne til å finansiere sin gjeld. Store strukturelle forskjeller mellom markedene for selskapsobligasjoner i ulike valutaer betyr at BNP-vekter er lite hensiktsmessig. Alminnelig tilgjengelige indekser for selskapsobligasjoner er basert på et prinsipp om markedsvekting.

Stats- og selskapsobligasjoner har ulik funksjon i fondets portefølje og dette tilsier en særskilt allokering til selskapsobligasjoner innenfor aktivaklassen nominelle obligasjoner. Vårt råd er at den strategiske referanseindeksen for nominelle obligasjoner settes sammen av 70 prosent statsobligasjoner og 30 prosent selskapsobligasjoner. Dette må sees i forhold til at selskapsobligasjoner i dag utgjør om lag 20 prosent den strategiske referanseindeksen for obligasjoner og 16 prosent av markedsporteføljen. Øvrige sektorer med et visst innslag av kredittrisiko, som pantesikrede og statsrelaterte, utgjør i dag 25 prosent av fondets referanseindeks og 32 prosent av markedsporteføljen.⁴ Innslaget av kredittrisiko i disse segmentene er imidlertid vesentlig lavere enn for selskapsobligasjoner.⁵

Endringene i valutasammensetningen som følge av de foreslåtte endringene i den strategiske referanseindeksen er vist i rapporten. Valutasammensetningen vil være forholdsvis stabil over tid. Den største endringen i forhold til dagens indeks er at innslaget av euro i den strategiske referanseindeksen faller.

Det kan derfor vurderes å tilordne europeiske valutaer en særskilt justeringsfaktor på om lag 2 i

en overgangsperiode. En slik tilnærming vil legge til rette for en fremtidig introduksjon av valutaer som i dag ikke er investerbar i tilstrekkelig omfang og begrense behovet for store porteføljetilpasninger på kort sikt. Effekten på valutasammensetningen av en slik faktor er vist i eget vedlegg.

6 Utformingen av strategisk referanseindeks for nominelle obligasjoner

I rapporten sammenlignes risikoegenskapene ved en stilisert versjon av vårt forslag til ny strategisk referanseindeks for nominelle obligasjoner med dagens referanseindeks. Den foreslåtte referanseindeksen har hatt attraktive avkastnings- og risikoegenskaper i perioden vi har analysert. Vårt råd om utformingen av den strategiske referanseindeksen for fondets nominelle renteinvesteringer kan oppsummeres som følger:

- Andelen nominelle obligasjoner i fondets strategiske aktivaallokering bør beregnes som 40 prosent fratrukket nettoverdien av fondets eiendomsinvesteringer og markedsverdien av fondets strategiske referanseindeks for realrenteobligasjoner.
- Den strategiske referanseindeksen for fondets nominelle obligasjoner bør settes sammen med utgangspunkt i indeksene Barclays Capital Global Treasury GDP-weighted Index⁶ og Barclays Capital Corporate Bond Index.
- Allokeringen til statsobligasjoner og selskapsobligasjoner i den strategiske referanseindeksen for nominelle renteinvesteringer settes til henholdsvis 70 prosent og 30 prosent. De faktiske vektene rebalanseres til de strategiske vektene månedlig.
- Den strategiske referanseindeksen for statsobligasjoner og selskapsobligasjoner består av valutaene USD, CAD, EUR, GBP, SEK, DKK, CHF, JPY, AUD, NZD, SGD.

Vårt råd om endringer av den strategiske referanseindeksen for fondets nominelle obligasjoner kan operativt iverksettes fra 1. juli inneværende år.

Med hilsen
Øystein Olsen
Yngve Slyngstad

⁴ Gitt som *Barclays Global Aggregated Index*

⁵ I henhold til tall fra Barclays Capital var den opsjonsjusterte rentedifferansen (OAS) om lag 75 bps for statsrelaterte og pantesikrede obligasjoner som er en del av *Barclays Capital Global Aggregate*, mens tilsvarende størrelse for selskapsobligasjoner som er en del av samme indeks var om lag 230 bps. Disse tallene viser status per 31.12.2010.

⁶ Barclays BNP-vektede obligasjonsindekser er nærmere beskrevet i rapporten.

Vedlegg: Referanseindeksens valutafordeling

	BNP- vekter	Vekter i dagens referanseportefølje		Vekter i foreslått referanseportefølje		Vekter i foreslått referanse- portefølje (faktor 2 for europiske valutaer)	
Selskapsobligasjoner		19,7 %	% av segment	30,0 %	% av segment	30,0 %	% av segment
AUD				0,2 %	0,6 %	0,1 %	0,4 %
CAD		0,4 %	1,9 %	0,9 %	3,0 %	0,6 %	2,2 %
CHF				0,4 %	1,2 %	0,5 %	1,8 %
DKK		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EUR		8,3 %	42,2 %	8,7 %	29,0 %	12,7 %	42,3 %
GBP		1,9 %	9,8 %	2,1 %	7,0 %	3,1 %	10,2 %
JPY				1,8 %	6,1 %	1,3 %	4,4 %
NZD				0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
SEK				0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
SGD				0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
USD		9,1 %	46,1 %	15,9 %	52,9 %	11,5 %	38,5 %
Statsrelaterte obligasjoner		12,9 %	% av segment				
AUD							
CAD		1,0 %	8,0 %				
CHF							
DKK		0,0 %	0,0 %				
EUR		7,1 %	55,1 %				
GBP		1,0 %	7,8 %				
JPY							
NZD							
SEK		0,1 %	0,4 %				
SGD							
USD		3,7 %	28,7 %				
Pantesikrede obligasjoner		12,4 %	% av segment				
AUD							
CAD		0,0 %	0,0 %				
CHF							
DKK		0,3 %	2,4 %				
EUR		5,5 %	44,5 %				
GBP		0,3 %	2,3 %				
JPY							
NZD							
SEK		0,6 %	4,9 %				
SGD							
USD		5,7 %	45,9 %				
Statsobligasjoner		55,0 %	% av segment	70,0 %	% av segment	70,0 %	% av segment
AUD	2,6 %	0,4 %	0,8 %	1,8 %	2,6 %	1,3 %	1,8 %
CAD	3,7 %	0,8 %	1,4 %	2,6 %	3,7 %	1,8 %	2,6 %
CHF	1,3 %	0,5 %	0,8 %	0,9 %	1,3 %	1,2 %	1,8 %
DKK	0,8 %	0,5 %	0,9 %	0,6 %	0,8 %	0,8 %	1,2 %
EUR	32,7 %	26,1 %	47,5 %	22,9 %	32,7 %	32,1 %	45,9 %
GBP	6,6 %	6,2 %	11,4 %	4,6 %	6,6 %	6,5 %	9,2 %
JPY	12,8 %	4,9 %	8,9 %	8,9 %	12,8 %	6,3 %	9,0 %
NZD	0,3 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %
SEK	1,2 %	0,4 %	0,7 %	0,8 %	1,2 %	1,1 %	1,6 %
SGD	0,5 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,5 %	0,2 %	0,3 %
USD	37,6 %	14,9 %	27,1 %	26,3 %	37,6 %	18,5 %	26,4 %
Sum		100,0 %		100,0 %		100,0 %	

	Vekter i dagens referanseportefølje	Vekter i foreslått referanseportefølje	Vekter i foreslått referanseportefølje (faktor 2 for europeiske valutaer)
AUD	0,4 %	2,0 %	1,4 %
CAD	2,2 %	3,5 %	2,5 %
CHF	0,5 %	1,3 %	1,8 %
DKK	0,8 %	0,6 %	0,8 %
EUR	47,0 %	31,6 %	44,8 %
GBP	9,5 %	6,7 %	9,5 %
JPY	4,9 %	10,8 %	7,6 %
NZD	0,1 %	0,2 %	0,2 %
SEK	1,1 %	0,8 %	1,2 %
SGD	0,2 %	0,3 %	0,2 %
USD	33,4 %	42,2 %	30,0 %
Sum	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Vedlegg 2

Folketrygdfondets aktive forvaltning av Statens pensjonsfond Norge

Brev fra Folketrygdfondet til Finansdepartementet 1. desember 2010

Vi viser til Finansdepartementets brev av 20.08.10 hvor departementet ber Folketrygdfondet om å bidra med analyser og vurderinger knyttet til aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond Norge (SPN). I nevnte brev ber departementet også om at Folketrygdfondet utarbeider en forretningsplan for den aktive forvaltningen basert på Folketrygdfondets generelle råd og vurderinger.

Med utgangspunkt i dette har Folketrygdfondet foretatt en vurdering av aktiv forvaltning samt plan for forvaltningen av SPN. Hovedpunktene presenteres i brevet, mens mer utdypende omtale er gitt i vedlegg.

Folketrygdfondet legger til grunn at oppgaven knyttet til forvaltningen av SPN kan deles inn i fire:

- Oppnå den markedsmessige eksponeringen som oppdragsgiver ønsker gjennom definert referanseportefølje
- Oppnå høyest mulig avkastning over tid i forhold til referanseportefølje og risikoramme fastsatt av Finansdepartementet
- Ivaretagelse av finansielle interesser gjennom eierskaps- og kreditorutøvelse
- Strategirådgiving til Finansdepartementet om SPN

Folketrygdfondet er en ansvarlig forvalter som gjennom størrelse og evne til å være langsiktig, skaper merverdier i forvaltningen av fellesskapets midler. Folketrygdfondet har etablert forvaltningsstrategier som er tilpasset det overordnede forvaltningsmandatet og målsettingen om å skape merverdier i forhold til de vedtatte referanseporteføljer. Forvaltningsstrategiene omfatter både arbeidet med å oppnå oppdragsgivers ønskede markedseksponering og arbeidet med å oppnå best mulig meravkastning innenfor fastsatte risikorammer. I den praktiske gjennomføringen vil arbeidet imidlertid ofte være en integrert prosess fordi det for å opprettholde og vedlikeholde markedsmessig eksponering, må foretas aktive valg.

Det norske aksje- og obligasjonsmarkedet er lite i internasjonal sammenheng. Eksempelvis

utgjør ikke Oslo Børs mer enn 0,4 prosent av verdensmarkedet for aksjer. I det norske aksjemarkedet er Folketrygdfondet en stor aktør som ved utgangen av 2009 eide om lag 4,4 prosent av verdien av alle selskapene på børsen. Hovedindeksen på Oslo Børs utelukker aksjeposter som ikke anses som fritt omsettelige. Regnet som andel av hovedindeksen utgjør SPNs norske aksjeportefølje 9,3 prosent. Også i det norske obligasjonsmarkedet er Folketrygdfondet en stor aktør, og ved utgangen av 2009 utgjorde SPNs norske obligasjonsportefølje om lag 5,9 prosent av verdien av referanseporteføljen til norske obligasjoner.

Forvaltning av en stor portefølje i et lite marked medfører mange praktiske problemstillinger. Størrelsen på SPN kombinert med lav likviditet i enkeltaksjer og obligasjoner gjør at det i mange tilfeller er vanskelig å opprettholde det tradisjonelle skillet mellom aktiv og passiv forvaltning. Basert på vurderinger av disse problemstillingene fraråder Folketrygdfondet passiv forvaltning av SPN. Folketrygdfondet mener at særtrekkene ved det norske aksje- og obligasjonsmarkedet, samt størrelsen til SPN og den langsiktige investeringshorisonten, gjør at en avkastningsorientert og ansvarsbevisst investeringsvirksomhet forutsetter aktiv forvaltning.

Folketrygdfondet har fordel av å kunne operere med et stabilt rammeverk og regulatoriske forhold som gjøre det mulig å investere motsyklisk. Forutsigbarheten som rammeverket gir, bidrar til at den aktive forvaltningen av SPN skiller seg fra mange andre aktivt forvaltede porteføljer ved at det er mulig å opprettholde en langsiktig investeringshorisont uten å tvinges til å gjennomføre uønskede disposisjoner. I tillegg bidrar størrelsen på SPN til at Folketrygdfondet kan drive en kostnadseffektiv aktiv forvaltning.

Folketrygdfondet baserer aktive investeringsbeslutninger på kvantitative og kvalitative vurderinger av enkeltelskaper, sektorer, verdipapirer, markedsutvikling og makroøkonomiske forhold. For å kunne gjennomføre aktive forvaltningsstrategier har Folketrygdfondet lagt vekt på å bygge opp

en forvaltningsorganisasjon med høy kompetanse, klare ansvarsforhold, veldefinerte investeringsstrategier, definerte beslutningsprosesser, god porteføljeoppfølging og ansvarsbevisst eierskapsutøvelse. Et viktig element i organiseringen er integrering av risikokontroll og avkastningsoppfølging i forvaltningsarbeidet. Den aktive forvaltningen er styrt av investeringsprosesser som skal ivareta kontinuitet og forutsigbarhet i den løpende porteføljeoppfølgingen.

Selv om Folketrygdfondet er en stor aktør i det norske markedet og en mindre aktør i det nordiske, legges i hovedsak samme forvaltningsstrategi og -prosess til grunn for forvaltningen både i Norge og Norden. En viktig årsak til dette er at Folketrygdfondet har erfart positive samspills- og kompetanseoverføringseffekter ved å forvalte både norske og nordiske aksje- og obligasjonsporteføljer. Den økte informasjonstilgangen forvalterne får gjennom å operere i et mer internasjonalt investeringsunivers anses positivt for forvaltningsarbeidet og gjør det blant annet lettere å fange opp markedsendringer på et tidligere tidspunkt. Ved å ta standpunkt til enkeltinvesteringer gjennom aktiv forvaltning i Norden økes kunnskapen ytterligere, noe som også bidrar til at Folketrygdfondet blir en bedre forvalter i det norske markedet. Dette anses i tillegg viktig for å kunne tiltrekke, utvikle og beholde riktig kompetanse i Folketrygdfondet.

Det norske aksje- og kredittmarkedet er i investeringsammenheng svært konsentrert. Selv om nordiske investeringer kun utgjør 15 prosent av den samlede porteføljen, er imidlertid investeringer i dette markedet ofte mer likvide og gir således større fleksibilitet og muligheter for økt diversifisering når porteføljetilpasninger skal gjennomføres.

Finansdepartementet har bedt Folketrygdfondet utdype hvilken rolle eksponering mot systematiske risikofaktorer vil ha i en aktiv forvaltning av SPN. Etter Folketrygdfondets vurdering er referanseindekser basert på kjente systematiske risikofaktorer lite egnet for en stor investor i det norske markedet. For det norske aksjemarkedet ser vi at ulike systematiske faktorer, som eksempelvis selskapsstørrelse og likviditet, kan gi et bidrag til å forklare markedsutviklingen, men vi ser ikke at de er særlig egnet til å evaluere forvaltningen eller brukes som beslutningsgrunnlag for fremtidige investeringer. Årsaken er blant annet at slike faktorer i liten grad kan handles i en skala som er relevant for SPNs størrelse i det norske aksjemarkedet. For obligasjonsporteføljene brukes de systematiske faktorene terminpremie og kreditt i forvaltningen. Grunnet manglende datagrunnlag kan vi

imidlertid ikke umiddelbart se hvordan disse faktorene kan uttrykkes på en hensiktsmessig måte i referanseporteføljen.

Folketrygdfondet legger vekt på aktiv eierskapsutøvelse og oppfølging av obligasjonslån for å sikre SPNs finansielle interesser og bidra til langsiktig verdiskaping. Vår erfaring er at god eier- og kreditoroppfølging krever innsikt og kunnskap om selskapene. Et viktig prinsipp for Folketrygdfondet er derfor at eierskaps- og kreditorutøvelsen må være en integrert del av investeringsvirksomheten. Folketrygdfondet skal opptre med troverdighet og oppnå resultater i eierskapsutøvelsen. Vi må derfor ha nødvendig kunnskap og kompetanse for å vurdere de spørsmål eierne skal ta stilling til. Kompetansen som benyttes i en slik sammenheng, er bygd opp i Folketrygdfondet gjennom mange år, ved kontinuerlig å følge selskapenes utvikling og ved å være i dialog med selskapene og relevante markedsaktører. Det er vår oppfatning at eieroppfølgingen blir bedre når de forvaltere som forestår eieroppfølgingen også er ansvarlige for å foreta aktive investeringsbeslutninger om avvik fra referanseporteføljen.

Et passivt mandat vil kunne resultere i at Folketrygdfondet får mer begrenset gjennomslag for sine synspunkter i eierskapsutøvelsen. Dette blant annet fordi Folketrygdfondet da ikke har anledning til å selge seg ut av, eller undervekte, et selskap som ikke i tilstrekkelig grad hensyntar aksjonærenes innspill og synspunkter. Etter Folketrygdfondets vurdering gir aktiv forvaltning av porteføljen derfor mer innflytelse i eierskapsutøvelsen enn passiv forvaltning.

Siden 1998 har årlig gjennomsnittlig meravkastning for SPN vært 0,45 prosentpoeng. I 2006 ble aktivasammensetningen i SPN endret ved at deler av statsplasseringene ble innfridd og kapitalen tilbakebetalt til staten. Dersom den historiske avkastningen for porteføljen og referanseporteføljen justeres for dette forholdet og nåværende referanseporteføljer legges til grunn, har den gjennomsnittlige årlige meravkastningen anslagsvis vært 0,36 prosentpoeng. Folketrygdfondet har som målsetting at den aktive forvaltningen over tid skal gi en årlig meravkastning på 0,40 prosentpoeng før forvaltningskostnader.

Med vennlig hilsen
Folketrygdfondet

Erik Keiserud, styrets leder
Olaug Svarva, adm. direktør

Vedlegg

Vedlegg 3

Ord og uttrykk brukt i meldingen

Aktivaallokering

Med aktivaallokering menes fordelingen av kapital under forvaltning på ulike aktivaklasser. En skiller mellom allokering på strategisk og taktisk nivå. Den strategiske aktivaallokeringen vil gi uttrykk for eiers grunnleggende risikopreferanser og avkastningsforventninger, og kommer i Statens pensjonsfond til uttrykk gjennom referanseindeksene. Forvalter kan i den grad investeringsmandatet åpner for det, drive taktisk aktivaallokering. Dette innebærer at en aktivt velger å avvike fra den strategiske aktivaallokeringen ut fra vurderinger av hvorvidt en aktivaklasse er over- eller underpriset i forhold til en annen. Se *aktivaklasser*.

Aktivaklasser

I referanseindeksen for SPU inngår tre aktivaklasser: aksjer, obligasjoner og fast eiendom (under oppstart). I SPN inngår to aktivaklasser: aksjer og obligasjoner. Se *obligasjon*.

Aktiv forvaltning

Aktiv forvaltning innebærer at forvalter ut fra egne analyser og vurderinger setter sammen en portefølje som avviker fra referanseindeksen kapitaleier har fastsatt. Siktemålet med slike avvik er å oppnå en meravkastning i forhold til referanseindeksens avkastning. I SPN og SPU har Finansdepartementet fastsatt kvalitative og kvantitative rammer som regulerer avviket fra referanseindeksen. Se *differanseavkastning*, *indeksforvaltning*, *referanseindeks* og *relativ volatilitet*.

Aritmetisk avkastning

Gjennomsnittlig aritmetisk avkastning utgjør middelverdien av alle tallene i en tidsserie. Den beregnes ved å summere avkastningen i de ulike tidsperiodene og dele på antall tidsperioder. Hvis avkastningen i år 1 er 100 pst. og avkastningen i år 2 er -50 pst., er den gjennomsnittlige aritmetiske

avkastningen lik 25 pst. $(=(100 + (-50)) / 2)$. Se *geometrisk avkastning*.

Avkastning

Historisk avkastning beregnes som endring i markedsverdien på fondet fra et gitt tidspunkt til et annet, og omtales ofte som absolutt avkastning. Se *aritmetisk og geometrisk avkastning*, *differanseavkastning* og *forventet avkastning*.

Differanseavkastning

Differanseavkastning er avkastningsforskjellen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen. Positiv differanseavkastning betegnes meravkastning, mens negativ differanseavkastning betegnes mindreaktning. Se *faktisk portefølje* og *referanseindeks*.

Diversifisering

Risikoen i en portefølje kan normalt reduseres ved å inkludere flere aktiva i porteføljen. Dette kalles risikospredning eller diversifisering. Det er bakgrunnen for at referanseindeksen til Statens pensjonsfond er spredt på ulike aktivaklasser og et bredt utvalg av land, sektorer og selskaper. Se *referanseindeks*.

Durasjon

Durasjon er et mål på hvor lang tid det er, i gjennomsnitt, til kontantstrømmene (kuponger og hovedstol) fra en obligasjon kommer til utbetaling. Verdien av en obligasjon er følsom for rentendringer, og følsomheten øker med durasjonen. Se *obligasjon*.

Eksternalitet

Eksternaliteter er kostnader eller gevinster ved produksjon eller konsum som ikke belastes beslutningstakeren. Et eksempel kan være kostnader knyttet til klimagassutslipp (negative

eksternalitet), eller utdanning (positive eksternalitet). Eksternaliteter leder til markedsfeil, og en annen bruk av ressurser enn den samfunnsøkonomiske mest gunstige løsningen. Myndighetsbaserte løsninger på eksternalitetsproblemer inkluderer bl.a. skatter, avgifter, kvoter og subsidier.

Faktisk portefølje

Faktisk portefølje betegner de samlede investeringene som fondets består av. Faktisk portefølje vil normalt avvike fra referanseindeksen. Se *aktiv forvaltning* og *referanseindeks*.

Faktisk referanseindeks

Sammensetningen av faktisk referanseindeks tar utgangspunkt i den strategiske referanseindeksen. Se *strategisk referanseindeks* og *rebalansering*.

I mandatene legges det opp til at Folketrygd-fondet og Norges bank kan forvalte kapitalen med noen avvik fra den faktiske referanseindeksen (aktiv forvaltning). Den faktiske referanseindeksen danner grunnlaget for risikostyringen i den aktive forvaltningen, og er utgangspunktet for måling av forvalters bidrag til resultatet. Se *aktiv forvaltning* og *faktisk portefølje*.

Finansiell eier

Begrepet finansiell eier brukes om investorer som først og fremst har et finansielt formål med investeringer i verdipapirer. For å spre risiko vil en finansiell eier ofte foretrekke å være en liten eier i mange selskaper, snarere enn en stor eier i få selskaper. Se *strategisk eier*.

Forventet avkastning

Forventet avkastning er et statistisk mål på middelverdien i fordelingen over alle mulige utfall, og er lik gjennomsnittlig avkastning av en investering hvis denne ble gjentatt mange ganger. Hvis det ved en investering er 50 pst. sannsynlighet for 20 pst. verdistigning, 25 pst. sannsynlighet for 10 pst. verdisigning, og 25 pst. sannsynlighet for 20 pst. verdireduksjon, er den forventede avkastningen $(20 \times 0,5) + (10 \times 0,25) + (-20 \times 0,25) = 10$ pst. Se *avkastning*.

Framvoksende markeder

Framvoksende markeder brukes som betegnelse på finansmarkedene i noen land som ikke enda regnes som utviklede økonomier. Det eksisterer

ikke et entydig sett av kriterier som definerer hvorvidt et marked er framvoksende. Departementet benytter klassifiseringene til indeksleverandøren FTSE. FTSEs klassifisering av framvoksende markeder baseres bl.a. på bruttonasjonalinntekt pr. innbygger og egenskaper ved markedet, som størrelse, likviditet og regulering.

Fundamental analyse

Fundamental analyse har primært som formål å kartlegge faktorene som påvirker et aktivas kontantstrøm. I en fundamental analyse av et aksjeselskap vil vurderinger av selskapets inntekter, kostnader og investeringer stå sentralt. Fundamental analyse brukes blant annet til verdsettelse av selskaper. I aktive forvaltningsstrategier i aksjemarkedet vil investor ofte kjøpe aksjer som vurderes som lavt verdsatt i aksjemarkedet i forhold til selskapets fundamentale verdi. Investor forventer da at selskapets fundamentale verdi over tid vil bli gjenspeilet i aksjekursen. Se *aktiv forvaltning*.

Geometrisk avkastning

Geometrisk avkastning (eller tidsvektet avkastning) angir den gjennomsnittlige vekstraten til en investering. Den geometriske avkastningen blir alltid lavere enn den aritmetiske avkastningen for samme periode (se eksempelet under *aritmisk avkastning*). Årsaken til dette er en rentes-renteffekt. Har man et år med dårlig avkastning, for eksempel -10 pst, og så et år med 10 pst. avkastning, vil man ikke ha gjenvunnet det investerte beløpet. Jo større variasjon det er i den årlige avkastningen, jo større blir forskjellen mellom geometrisk og aritmetisk avkastning. I kvartals- og årsrapporter er det mest vanlig å rapportere avkastning over tid som et geometrisk gjennomsnitt. Se *aritmisk avkastning*.

Indeks

En indeks inneholder et sett med verdipapirer bestemt ut fra de utvelgelseskriterier og vektingsmetoder som indeksleverandøren har lagt til grunn. Verdipapirindekser utarbeides av børs, konsulentselskaper, aviser og investeringsbanker. De kan for eksempel være land-, region-, markedsvekt- eller sektorbasert. Når en indeks brukes som avkastningsmål for en bestemt portefølje med verdipapirer, kalles den en referanseindeks. Se *indeksforvaltning* og *referanseindeks*.

Indeksforvaltning

Med indeksforvaltning (eller passiv forvaltning) menes at forvaltningen er innrettet slik at den faktiske porteføljens avkastning i størst mulig grad tilsvare avkastningen av referanseindeksen. Dersom sammensetningen av den faktiske porteføljen er eksakt lik sammensetningen av referanseindeksen, vil avkastningen på faktisk portefølje og referanseindeksen være like, før fradrag for forvaltningskostnader. Dersom referanseindeksen omfatter mesteparten av de omsatte verdipapirene i markedet, vil man ved indeksforvaltning oppnå en avkastning som gjenspeiler avkastningen i markedet samlet. Se *indeks* og *referanseindeks*.

Inflasjon

Inflasjon er en økning i det generelle prisnivået i økonomien.

Inflasjonsrisiko

Inflasjonsrisiko er risiko for tap av kjøpekraft som følge av uventet høy inflasjon.

Institusjonell investor

Institusjonelle investorer er organisasjoner som har som formål å drive investeringsvirksomhet, gjerne på vegne av klienter. Institusjonelle investorer vil typisk forvalte store porteføljer fordelt på flere aktivaklasser og geografiske markeder. Eksempler på institusjonelle investorer er pensjonsfond, forsikringsselskaper, verdipapirfond og statlige investeringsfond. Banker og hedgefond kan også regnes som institusjonelle investorer.

Internasjonal kjøpekraftsparitet

Dersom et bredt sett av varer koster det samme regnet i felles valuta, uavhengig av i hvilket land varene er produsert eller i hvilken valuta varene i utgangspunktet er priset, kalles det internasjonal kjøpekraftsparitet. Det er etter hvert blitt bred støtte blant forskere for synet om at internasjonal kjøpekraftsparitet er gyldig over tid. Kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle i å måle valutarisiko. Hvis varer uansett koster det samme, har det ingen betydning hvor en kjøper varene fra. Følgelig er det ingen valutarisiko. Se *valutarisiko*.

Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en likevektsmodell for prising av verdipapirer (eller en portefølje av verdipapirer) med usikker framtidig avkastning. I modellen er det en lineær sammenheng mellom forventet avkastning, ut over risikofri rente, og verdipapirets (eller porteføljens) følsomhet for avkastningen i det samlede markedet for risikable investeringer.

Korrelasjon

Korrelasjon angir graden av og retningen på samvariasjonen mellom to variabler. Dersom korrelasjonen er perfekt positiv betyr det at variablene alltid beveger seg helt i takt. Dersom korrelasjonen er null, betyr det at det ikke er noen form for samvariasjon. Perfekt negativ korrelasjon betyr at variablene alltid beveger seg i helt motsatt takt. Med mindre det er perfekt positiv korrelasjon mellom avkastningen på enkeltinvesteringer, vil en kunne redusere risikoen i en portefølje ved å spre investeringene på flere aktiva. Se *diversifisering*.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for tap som følge av at en utsteder av et verdipapir eller en motpart i en verdipapirhandel ikke oppfyller sine juridiske forpliktelser, for eksempel som følge av konkurs. Det er en flytende overgang mellom begrepene kredittrisiko, motpartsrisiko og markedsrisiko.

Likviditetspremie

Likviditetspremie er en forventet kompensasjon for illikviditet som et særtrekk ved et aktiva, slik som omsetningskostnader og hvor lett omsettelig et aktiva er, samt en premie for illikvide eiendelers tendens til å gjøre det dårlig i dårlige tider, som ved finanskriser og fallende aksjemarkeder. Det er vanlig å forvente høyere likviditetspremier utenfor noterte markeder, for eksempel innen fast eiendom, infrastruktur og unoterte aksjer. I praksis er likviditetspremien vanskelig å definere presist og vanskelig å måle. Se *risikopremie*.

Markedseffisiens

Hypotesen om effisiente markeder innebærer enkelt sagt at prisen på et verdipapir, slik som en aksje eller obligasjon, til enhver tid gjenspeiler all tilgjengelig informasjon om eiendelens fundamen-

tale verdi. Dersom denne hypotesen er korrekt, vil det være umulig for en forvalter konsistent å «slå markedet». I en slik situasjon vil det være begrenset hvor mye verdi aktiv forvaltning kan tilføre. Se *aktiv forvaltning* og *fundamental analyse*.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risikoen for at verdien på en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av endringer i markedspriser på aksjer, valutaer, råvarer og renter. Det er vanlig å legge til grunn at en må akseptere høyere markedsrisiko for å oppnå høyere forventet avkastning. Se *forventet avkastning*.

Markedsvekter

En portefølje eller indeks er markedsvektet når investeringene i hvert enkelt aktiva inngår med en vekt tilsvarende aktivaenes andel av markedets samlede verdi.

Meravkastning

Se *differanseavkastning*.

Mindreavkastning

Se *differanseavkastning*.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risikoen for tap som følge av at en kontraktsmotpart ikke oppfyller sine juridiske forpliktelser. Motpartsrisiko oppstår blant annet ved inngåelse av ikke-børsnoterte derivatkontrakter og i forbindelse med oppgjør av verdipapirhandler. Se *kredittrisiko*.

Nominell avkastning

Oppnådd avkastning målt i løpende priser, dvs. uten justering for prisstigning (inflasjon). Se *inflasjon* og *realavkastning*.

Obligasjon

En obligasjon er et omsettelig lån med en løpetid på mer enn ett år. Obligasjoner innfris av utsteder (lånetaker) ved forfall, og i perioden fra utstedelse til forfall betaler utsteder en rente til eierne av obligasjonene (såkalt kupong). De fleste obligasjoner er basert på en fast nominell rente, dvs. at kupongen er et på forhånd bestemt beløp, men obligasjoner finnes i flere varianter, bl.a. med fly-

tende rente, uten kupong eller med løpende nedbetaling.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil, eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Det knyttes ingen forventet avkastning til operasjonell risiko. I styringen av operasjonell risiko må en imidlertid balansere hensynet til å holde sannsynligheten for slike feil lav mot kostnadene som påløper som følge av økt kontroll, overvåking mv.

Passiv forvaltning

Se *indeksforvaltning*.

Prinsipal-agent-problem

Prinsipal-agent-problemer refererer til situasjoner der det ikke er fullt interessesammenfall mellom oppdragsgiver (prinsipalen) og den som skal utføre oppdraget (agenten). I situasjoner med asymmetrisk informasjon, f.eks. når innsatsen til agenten ikke er fullt ut observerbar for oppdragsgiver, kan det hende at agenten oppfører seg eller tar valg som ikke gagnar oppdragsgiver. Prinsipal-agent-problematikk er velkjent fra politisk og økonomisk litteratur og teori. I kapitalmarkedene vil prinsipal-agent-problemer generelt kunne oppstå både mellom kapitaleier og -forvalter, og mellom kapitalforvalter og ledelsen i selskapene en investerer i.

Realavkastning

Realavkastning er oppnådd nominell avkastning justert for prisstigning (inflasjon). Dette kan også betegnes som avkastningen målt i faste priser eller i kjøpekraft. Se *inflasjon* og *nominell avkastning*.

Rebalansering

Departementet har fastsatt en strategisk referanseindeks for fondet med en fast fordeling på aktivaklasser og regioner. Ettersom avkastningen utvikler seg forskjellig i hver aktivaklasse og hver region, vil porteføljen over tid bevege seg bort fra den strategiske fordelingen. Fondet har derfor regler for rebalansering av porteføljen. Reglene innebærer at fondet har en faktisk referanseindeks

som tillates å avvike noe fra den strategiske sammensetningen. Når avvikene blir for store kjøpes og selges de nødvendige aktiva for å bringe faktisk referanseindeks i overensstemmelse med strategisk referanseindeks. Se *faktisk og strategisk referanseindeks*.

Relativ avkastning

Se *differanseavkastning*.

Relativ volatilitet

Kapitaleier vil normalt sette rammer for hvor stor risiko forvalter kan ta. En vanlig framgangsmåte er å fastsette en referanseindeks sammen med grenser for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseindeksen. Finansdepartementet har overfor Norges Bank og Folketrygdfondet oppstilt en grense i form av mål for forventet relativ volatilitet, som er det forventede standardavviket på avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen. Rammen for Norges Bank er satt til 1 prosentpoeng forventet relativ volatilitet, mens den for Folketrygdfondet er 3 prosentpoeng. Over tid og gitt noen statistiske forutsetninger innebærer dette at om hele rammen utnyttes, vil faktisk avkastning i to av tre år avvike med mindre enn 1 prosentpoeng fra avkastningen på referanseporteføljen i SPU, og avvike med mindre enn 3 prosentpoeng fra avkastningen på referanseporteføljen i SPN. Se *aktiv forvaltning, faktisk portefølje, og referanseindeks*.

Risiko

Risiko er et mål som sier noe om at sannsynligheten for at en hendelse skal inntreffe og konsekvensen av denne (for eksempel i form av tap eller gevinst). Det knytter seg ulike dimensjoner til risiko. En viktig dimensjon er skillet mellom risikoer som kan tallfestes og risiko som vanskelig lar seg kvantifisere. Et eksempel på det første er markedsrisikoen for investeringer i verdipapirmarkedet. Et eksempel på det andre er den operasjonelle risikoen i en portefølje. Standardavvik er en måte å tallfeste risiko på. Se *markedsrisiko, operasjonell risiko, kredittisiko, systematisk risiko og standardavvik*.

Risikofaktorer

Risikofaktorer er faktorer som kan påvirke avkastningen på investeringer. Når slik risiko ikke kan elimineres gjennom diversifisering, kalles det sys-

tematisk. Utviklingen i renter, inflasjon og konjunktorene er risikofaktorer som det er vanskelig å diversifisere bort, og utgjør systematiske risikofaktorer. Når det foreligger en systematisk sammenheng mellom avkastningen på verdipapirer og deres følsomhet mot en systematisk risikofaktor, er det et tegn på at risikofaktoren er priset i markedet. Dette vil si at investorer krever en forventet avkastning ut over risikofri rente, såkalt risiko-premie, for å være eksponert mot den systematiske risikofaktoren. Kjente risikopremier i aksjemarkedet er aksjepremien og likviditetspremien. Aksjepremien er knyttet opp mot usikkerheten til fremtidig økonomisk vekst, mens likviditetspremien er relatert til usikkerheten rundt fremtidige transaksjonskostnader. Man har også identifisert en systematisk sammenheng mellom avkastning på aksjer og deres størrelse og verdsettelse, men det er uklart hva slags underliggende risiko disse faktorene gjenspeiler. Viktige risikofaktorer og -premier i obligasjonsmarkedet er knyttet til termin-, kreditt- og likviditetsrisiko. Se *diversifisering*.

Risikopremie

Se *risikofaktorer*.

Samvariasjon

Se *korrelasjon*.

Sannsynlighetsfordeling

En sannsynlighetsfordeling er en modell som beskriver den relative hyppigheten av mulige verdier som en usikker (stokastisk) variabel kan ta. Den mest kjente sannsynlighetsfordelingen er normalfordelingen, som er symmetrisk om middelverdien (forventningsverdien). Fordelinger som ikke er symmetriske kalles ofte skjevfordelte. Fordelinger der ekstremutfall (store eller små) er mer sannsynlige enn i normalfordelingen kalles fordelinger med «fete» eller «tunge» haler.

Standardavvik

Standardavvik er et statistisk mål på risikoen i en portefølje. Det viser hvor mye verdien av en variabel (her porteføljens avkastning) kan ventes å svinge. Dersom det ikke er noen variasjon er standardavviket lik 0. Jo høyere standardavvik, desto større svingninger (volatilitet) eller risiko i forhold til gjennomsnittsavkastningen. Ved å kople standardavviket til en sannsynlighetsfordeling, kan en si noe om hvor sannsynlig det er at porte-

føljen vil falle i verdi med mer enn x prosent eller stige i verdi med mer enn y prosent i løpet av en gitt periode.

Dersom avkastningen er normalfordelt vil den i 68 pst. av tilfellene være under ett standardavvik fra gjennomsnittlig avkastning. I 95 pst. av tilfellene vil avkastningen ligge innenfor to standardavvik. Empiriske undersøkelser av avkastningen i verdipapirmarkedene indikerer imidlertid at svært lav og svært høy avkastning forekommer oftere enn hva en ville vente hvis avkastningsratene var normalfordelt. Dette omtales som «fete haler». Se *sannsynlighetsfordeling* og *risiko*.

Strategisk eier

Begrepet strategisk eier brukes om investorer som, i motsetning til finansielle eiere, aktivt søker å utnytte eierskapet til formål ut over det finansielle, for eksempel en gitt atferdsendring. For en strategisk eier er det viktig å få innflytelse over selskapet, gjerne gjennom en stor eierandel og en plass i selskapets styre. Se *finansiell eier*.

Strategisk referanseindeks

Departementets grunnleggende investeringsstrategi for Statens pensjonsfond kommer til uttrykk gjennom en strategisk referanseindeks for SPN og SPU. Disse angir en strategisk aktivaallokering, som innebærer en fordeling av fondskapitalen på ulike typer eiendeler og geografiske regioner. Se *aktivaallokering*.

Den strategiske referanseindeksen for SPU inneholder for tiden 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. Over tid vil det bli bygget opp en eiendomsportefølje på 5 pst. av fondet, som vil motsvares av en tilsvarende reduksjon av obligasjonsandelen. Indeksen er videre inndelt i tre geografiske regioner, hvor Europa har den største vekten.

Referanseindeksen for SPU inneholder flere tusen aksjeselskaper og obligasjonslån, som er bestemt av de kriterier som indeksleverandørene legger til grunn for inklusjon av verdipapirer i referanseindeksen. Departementet har valgt FTSE som leverandør av referanseindeksen for aksjer, som består av aksjer som inngår i FTSE «Global Equity Index Series All Cap». Indeksen består av et gitt antall landindekser med vekter basert på markedsverdier. Videre har departementet valgt Barclays Capital som leverandør av referanseindeksen for obligasjoner, som består av obligasjoner som inngår i indeksene Barclays Global Aggregate og Barclays Global Real. Indeksen

består av et bestemt antall delindekser basert på valuta og sektorer med vekter basert på nominelt utestående beløp. Se *faktisk referanseindeks*.

Systematisk risiko

Systematisk risiko er den delen av risikoen som er knyttet til utviklingen i en bredt sammensatt og godt diversifisert verdipapirportefølje. Se *risikofaktorer*.

Unoterte investeringer

Unoterte investeringer er investeringer i aktiva som ikke er tatt opp til notering på regulerte markedsplasser.

Valutakurv

SPU plasseres utelukkende i utenlandske verdipapirer, og dermed kun i papirer som omsettes i andre valutaer enn norske kroner. Avkastningen av SPU i norske kroner vil dermed ikke bare variere med markedsutviklingen i de internasjonale verdipapirmarkedene, den vil også variere med valutaendringer mellom norske kroner og de valutaer fondet er investert i. For fondets internasjonale kjøpkraft er imidlertid kronekursutviklingen ikke relevant. For å måle avkastningen uhengig av kronekursens utvikling, beregnes avkastningen også i internasjonal valuta. Dette gjøres med utgangspunkt i fondets valutakurv som er sammenvektning av de valutaer som inngår i referanseporteføljen. Dersom f.eks. 35 pst. av referanseindeksen for aksjer utgjøres av aksjer denominert i amerikanske dollar, vil dollar utgjøre 35 pst. av valutakurven.

Valutarisiko

Investeringene vil kunne ha en annen fordeling på land og valutaer enn de varene og tjenestene de skal finansiere. Endringer i internasjonale valutakurser vil derfor påvirke hvor mange varer og tjenester som kan kjøpes. Dette kalles (real-) valutarisiko. Internasjonal kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle når det gjelder å måle slik valutarisiko. Se *internasjonal kjøpekraftsparitet*.

Volatilitet

Variasjon i avkastning. Måles i standardavvik. Se *standardavvik*.

Offentlige institusjoner kan bestille flere
eksemplarer fra:
Departementenes servicesenter
Internett: www.publikasjoner.dep.no
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Telefon: 22 24 20 00

Opplysninger om abonnement, løssalg og
pris får man hos:
Fagbokforlaget
Postboks 6050, Postterminalen
5892 Bergen
E-post: offpub@fagbokforlaget.no
Telefon: 55 38 66 00
Faks: 55 38 66 01
www.fagbokforlaget.no/offpub

Publikasjonen er også tilgjengelig på
www.regjeringen.no

Illustrasjonsfoto: Jiri Havran,
detalj fra Finansdepartementets interiør

Trykk: 07 Oslo AS 04/2011

