



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 10

(2009–2010)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009





DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 10

(2009–2010)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av
Statens pensjonsfond i 2009

Innhold

Del I	Forvaltningen av Statens pensjonsfond	4	Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen	75
1	Innledning	9	4.1 Innledning	75
2	Investeringsstrategi	14	4.2 Nye regler for forvaltningen av SPU ...	75
2.1	Bakgrunn for dagens investeringsstrategi	14	4.2.1 Innledning	75
2.1.1	Formål og særpreg	14	4.2.2 Regulering, rapportering og tilsyn vedrørende forvaltningen av SPU	77
2.1.2	Oppfatninger om markedenes funksjonsmåte	15	4.2.3 Ansvars- og rolledelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank	79
2.2	Forventet langsiktig realavkastning og risiko i SPUs referanseindeks	16	4.2.4 Nærmere om regelutformingen	80
2.3	Evaluering av aktiv forvaltning i SPU ..	20	4.2.5 Vedlikehold av faktisk referanseindeks	81
2.3.1	Innledning	20	4.2.6 Oppsummering	81
2.3.2	Evalueringsprosess	21	4.3 Nye regler for forvaltningen av SPN ...	82
2.3.3	Faglig grunnlag for aktiv forvaltning ..	22	4.4 Om organiseringen av den operative forvaltningen av SPU	82
2.3.4	Hovedstrategier for aktiv forvaltning ..	23	4.4.1 Innledning	82
2.3.5	Departementets vurderinger	26	4.4.2 Bakgrunn for dagens forvaltningsmodell	83
2.3.6	Videre arbeid med systematiske risikofaktorer	35	4.4.3 Alternative forvaltningsmodeller	84
2.4	Aktiv forvaltning av SPN	36	4.4.4 Departementets vurderinger	86
2.5	Videre arbeid med investeringsstrategien	37	4.5 Forslag til endringer i sentralbankloven – representantskapets rapportering og godtgjørelse	87
2.5.1	Hovedinnretning	37	4.6 Nye retningslinjer for ansvarlige investeringer i SPU	88
2.5.2	Eiendomsinvesteringer	38	4.6.1 Innledning	88
2.5.3	Arbeidet med ansvarlige investeringer	39	4.6.2 Innføring av nye retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis	88
2.5.4	Nye investeringsprogrammer	40	4.6.3 Spørsmål vedrørende statsobligasjoner	92
3	Oppfølging av forvaltningen	43	Del II Temaartikler	95
3.1	Innledning	43	5	Finanskrisen og utviklingen til SPUs referanseindeks
3.2	Resultater i forvaltningen	43	5.1	Innledning
3.2.1	Hovedtrekk	43	5.2	Utviklingen i aksjemarkedet
3.2.2	Resultatutviklingen for SPU	47	5.3	Utviklingen i rentemarkedet
3.2.3	Resultatutviklingen for SPN	54	6	Den akademiske forskningen omkring markedseffisiens og aktiv forvaltning
3.2.4	Kostnader i forvaltningen	58	6.1	Innledning
3.3	Oppfølgingen av rammeverket	60	6.2	Teorien om markedseffisiens
3.3.1	Innledning	60	6.3	Empiriske studier av markedseffisienshypotesen
3.3.2	Status for risikostyringen i SPU	60	6.4	Oppsummering
3.4	Utøvelsen av eierrettigheter i SPU og SPN og arbeidet med uttrekksmekanismen	62		
3.4.1	Innledning	62		
3.4.2	Eierskapsarbeidet i Norges Bank	65		
3.4.3	Eierskapsarbeidet i Folketrygdforbundet	68		
3.4.4	Rapportering om arbeidet med utelukkelse av selskaper fra SPU	70		

7	Risikofaktorer i aksje- og obligasjonsmarkedet.....	110	13	SPU sammenliknet med andre store fond	134
8	Forventet langsiktig realavkastning og risiko.....	115	13.1	Innledning	134
9	Forventningsdokumenter som redskap i eierskapsutøvelsen	121	13.2	Strategisk aktivaallokering	134
9.1	Innledning	121	13.3	Referanseporteføljens avkastning til og med 2008	135
9.2	Nærmere om forventningsdokumentene	121	13.4	Differanseavkastning til og med 2008	136
9.3	Oppfølging av forventningsdokumentene	122	13.5	Differanseavkastning til og med 2009.....	136
10	Internasjonal utvikling på området ansvarlige investeringer	124	13.6	Forvaltningskostnader til og med 2008.....	137
10.1	Innledning	124	13.7	Åpenheten om forvaltningen.....	137
10.2	Hva viser nyere studier om utviklingen på området?	125	13.8	Organiseringen av forvaltningen av store statlige investerings- og pensjonsfond.....	138
10.3	Finansdepartementets syn på og bidrag til å bedre praksis på området	126	14	Systematiske risikofaktorer i den aktive forvaltningen i SPU 1998-2009.....	139
11	Fondet som universell eier.....	128	14.1	Innledning	139
11.1	Introduksjon om universelt eierskap	128	14.2	Andel aktiv forvaltning.....	139
11.2	Hva er eksterneffekter og hvordan kan de påvirke en universell eier? ...	128	14.3	Risikofaktorer	139
11.3	Tidsaspektet og andre momenter for en universell eier	129	14.4	Totalporteføljen	140
11.4	Fondets strategi som universell eier	129	14.5	Renteporteføljen	141
11.5	Noen begrensninger ved hypotesen om universelt eierskap ...	130	14.6	Aksjeporteføljen.....	141
11.6	Konklusjon	131	14.7	Internt forvaltede midler	142
12	Internasjonale rapporteringsstandarder	132	14.8	Eksternt forvaltede midler	142
12.1	Global Investment Performance Standards (GIPS).....	132	14.9	Oppsummering.....	142
12.2	Internasjonale standarder for finansiell rapportering (IFRS)	133	Vedlegg		
			1	Ord og uttrykk brukt i meldingen	144
			2	Evaluering av aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond utland (SPU)	149
			3	Norsk oversettelse av «Overall Summary» i rapporten «Evaluation og Active Management of the Norwegian Government Pension Fund - Global».....	155
			4	Norges Banks aktive forvaltning av Statens pensjonsfond utland.....	S166



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 10

(2009–2010)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009

*Tilråding fra Finansdepartementet av 26. mars 2010,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Stoltenberg II)*

Del I
Forvaltningen av Statens pensjonsfond

1 Innledning

Hovedtrekk

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

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

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

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

Investeringene i fondet har en svært lang tids-horison. Strategien bygger derfor på vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt. Det er lagt vekt på bred spredning av investeringene, både geografisk, mellom aktivaklasser, mellom sektorer og mellom selskaper.

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

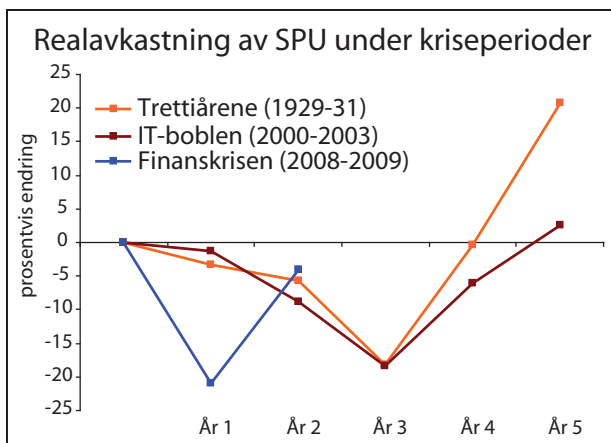
Sterk gjeninnhenting gjennom fjoråret bidro til at tapene i 2008 langt på vei ble reversert. I 2009 var avkastningen av fondet høyere enn i noe annet år siden det ble opprettet. Erfaringene fra de to siste årene gir ikke grunn til å endre anslaget på 4 pst. realavkastning som en rimelig forventning til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

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

Investeringene i fondet er fordelt på flere tusen enkeltaksjer og enkeltobligasjoner i de internasjonale finansmarkedene. Dette bidrar til å sikre bred spredning av risikoen i fondet. Det vil likevel alltid være en risiko for tap på enkeltelskaper i en slik portefølje. Formålet med investeringsstrategien for Statens pensjonsfond er ikke å unngå slike tap på enkeltinvesteringer, men å sørge for at investeringene samlet sett gir høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko.

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

Eksempelvis ville en gjentakelse av krisen i trettiårene ha ført til at fondet falt med vel 3 pst. i verdi det første året, og ytterligere snaut 3 pst. og 13 pst. i henholdsvis det andre og tredje året. Avkastningen det fjerde året ville imidlertid kompensert for dette tapet. Figuren viser videre at tapene under finanskrisen var noe større enn de ville ha



Figur 1.1 Simulert brutto realavkastning (geometrisk) av SPU's referanseindeks under utvalgte kriseperioder.¹ Prosent

¹ Simuleringen er basert på gjeldende fordeling på aksjer og obligasjoner, og regioner. Analysen av de historiske kriseperiodene er basert på data som ikke inneholder avkastningstall for kredittobligasjoner, ettersom slike data ikke er tilgjengelige.

Kilde: Finansdepartementet og Dimson, Marsh og Staunton (2009)

vært under tidligere kriser. Samtidig ser denne krisen foreløpig ut til å være mer kortvarig, og tapene ser derfor ut til å gjenvinnes raskere.

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

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

Aktiv forvaltning i SPU

Finansdepartementet har fastsatt hovedtrekkene i investeringsstrategien for fondet gjennom en såkalt referanseindeks, etter forutgående behandling i Stortinget. Innenfor retningslinjer satt av departementet kan Norges Bank foreta avvik fra

denne indeksen – såkalt aktiv forvaltning. Formålet med aktiv forvaltning er å oppnå en meravkastning utover den avkastningen som ville følge av å investere nøyaktig i tråd med referanseindeksen.

Finanskrisen avdekket at risikoen i den aktive forvaltningen av fondets obligasjoner ikke var tilstrekkelig identifisert og kommunisert. Finansdepartementet mener det er av grunnleggende betydning at den aktive forvaltningen bygger på et solid faglig fundament og at den har bred oppslutning. Erfaringene fra forvaltningen av fondet i 2008 viste at det var behov for å gjøre en ny vurdering av det faglige grunnlaget for aktiv forvaltning, og for å klargjøre nærmere hvilken rolle aktiv forvaltning skal spille som del av den samlede investeringsstrategien framover.

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

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

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

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

- Rammen for såkalt forventet relativ volatilitet endres fra en øvre grense på 1,5 pst. til at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke skal overstige 1 pst. Det tas samtidig høyde for at rammen kan overskrides i helt spesielle situasjoner.
- Det settes krav om supplerende risikorammer for å bidra til å begrense avvik fra indeksen som erfaringsmessig ikke fanges så godt opp

gjennom forventet relativ volatilitet. Eksempler på slike rammer er grenser for avvik fra referanseindeksen målt i nominelt kronebeløp og krav til minimum sammenfall mellom referanseindeksen og den faktiske porteføljen.

- Norges Bank avskjæres fra å belåne porteføljen med sikte på å øke fondets økonomiske eksponering mot risikable aktiva. En slik begrensning vil utelukke en del av de strategiene som tidligere har vært benyttet i den aktive forvaltningen av renteporteføljen.
- Banken vil også bli pålagt å måle og rapportere om fondets eksponering mot systematiske risikofaktorer.

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

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

Eiendomsinvesteringer i SPU

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

Ansvarlig investeringspraksis

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

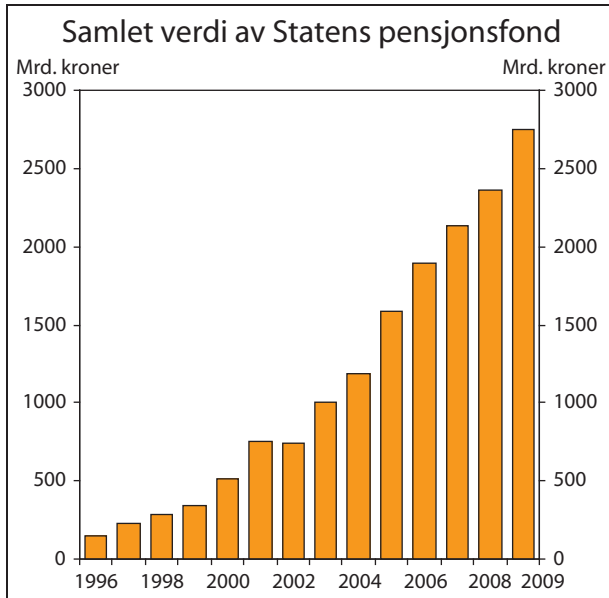
I 2008 gjennomførte Finansdepartementet en bred evaluering av de etiske retningslinjene for SPU. Resultatene ble presentert for Stortinget i fjorårets melding. For å styrke fondets ansvarlige investeringspraksis har departementet iverksatt flere nye tiltak. I den sammenheng er det lagt vekt på faktorer som kan påvirke den langsiktige avkastningen, herunder god selskapsstyring, miljø og samfunnmessige forhold i alle deler av forvaltningen. Departementet har blant annet satt i gang et nytt investeringsprogram for miljørettede investeringer og deltar i et forskningsprosjekt som skal vurdere nærmere hvordan klimautfordringene kan påvirke finansmarkedene. Arbeidet med eierskapsutøvelse og uttrekk er også styrket, i tråd med ambisjonen om påvirkning til en bærekraftig utvikling. Dette ble nedfelt i nye regler for ansvarlig investeringspraksis fra 1. mars i år som presenteres i denne meldingen. De nye reglene erstatter de etiske retningslinjene som ble fastsatt 19. november 2004.

Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009

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

Store petroleumsinntekter og moderat avkastning har ført til at Statens pensjonsfond er et av verdens største fond. Den samlede markedsverdien til fondet var ved årsskiftet på 2 757 mrd. kroner, jf. figur 1.2. Dette tilsvarer mer enn ett års samlet brutto verdiskaping i Norge, eller om lag 570 000 kroner per innbygger i Norge.

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



Figur 1.2 Markedsverdien til Statens pensjonsfond. 1996-2009. Mrd. kroner

Kilde: Finansdepartementet

Rammeverket for forvaltningen

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

- utvidet rapportering til Stortinget fra 2007 gjennom en egen melding om forvaltningen av fondet,
- endringer i sentralbankloven for å presisere rolle- og ansvarsfordelingen mellom Norges Banks hovedstyre og representantskap,
- ny revisjonsordning og lovfesting av krav om internrevisjon i Norges Bank,
- ny forskrift om risikostyring og internkontroll i Norges Bank,
- styrking av Norges Banks interne styringsstruktur, med klargjøring av rolle- og ansvarsfordelingen mellom hovedstyret og kapitalforvaltningsenheten (NBIM),
- omfattende omorganisering av NBIM med vesentlig styrket risikostyring og rapportering,
- styrking av hovedstyrets oppfølging av NBIM, blant annet gjennom et nytt investeringsmandat for virksomhetens leder, med utfyllende regler for hva SPU kan investeres i og hvor stor risiko som kan tas i forvaltningen, og nye prinsipper for risikostyringen i kapitalforvaltningen, og

- omdanning av Folketrygdfondet til særlovselskap, etablering av ny revisjonsordning og fastsettelse av nye retningslinjer for forvaltningen av SPN som innebærer vesentlig strengere krav til måling, styring og kontroll av risiko og rapportering enn tidligere.

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

Status for risikostyringen i SPU

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

Oppsummering

Etter departementets vurdering har Statens pensjonsfond alt i alt kommet seg godt gjennom finanskrisen. Det er fortsatt bred oppslutning om den langsiktige investeringsstrategien, og de svært gode resultatene i fjor innebærer at tapene i 2008 langt på vei er gjenvunnet. Finanskrisen har likevel gitt viktige lærdommer for forvaltningen, blant annet når det gjelder forståelse av de risikofaktorer som påvirker fondets avkastning og behovet for bedre metoder for å identifisere, styre og kommunisere fondets eksponering mot disse faktorene. De siste årene er det lagt ned et bety-

delig arbeid i departementet og i Norges Bank og Folketrygdfondet for å styrke forvaltningen av Statens pensjonsfond. Flere av disse tiltakene er innført relativt nylig eller vil bli innført i løpet av det nærmeste året. Tiltakene vil etter departementets syn samlet sett bidra til en vesentlig styrking av fondets forvaltning.

Denne meldingen består av to deler: Del I gjør rede for forvaltningen av Statens pensjonsfond, med utgangspunkt i de tre hovedområdene for departementets arbeid med fondet; investeringsstrategi, ansvarlig forvaltning og oppfølging og utvik-

ling av rammeverket for forvaltningen. Del II inneholder temaartikler som belyser enkelte av temaene omtalt i del I.

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

2 Investeringsstrategi

2.1 Bakgrunn for dagens investeringsstrategi

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

2.1.1 Formål og særpreg

Statens pensjonsfond er et instrument for generell sparing som forvaltes med sikte på å sikre god finansiell avkastning. Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond bestemt at Finansdepartementet er ansvarlig for forvaltningen.

Avsetninger til og uttak fra fondet er integrert med statsbudsjettet. Med utsikter til fortsatte tilførsler av petroleumsinntekter og en ansvarlig finanspolitikk, ligger det an til at fondet fortsatt vil vokse og ha en svært lang investeringshorisont.

Fondet er allerede et av verdens største fond. Størrelse forventes å gi stordriftsfordeler i forvaltningen. Samlede forvaltningskostnader, målt som andel av fondets kapital, vil 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 skal spres på nye markeder, land og finansielle instrumenter.

Fondets lange investeringshorisont har også stor betydning for investeringsstrategien. For det første påvirker investeringshorisonten toleransen for svingninger i fondets verdi på kort og mellomlang sikt. For det andre har den betydning for arbeidet med ansvarlige investeringer.

I tillegg til at fondet er stort og vil ha en lang levetid, er det i motsetning til tradisjonelle pensjonsfond ikke øremerket til særskilte forpliktelser. Fondet står i liten grad overfor risikoen for at eieren foretar store uttak over kort tid. Fondet har derfor en høyere risikobærende evne enn mange andre investorer. Mange investorer kan mangle både evne og vilje til å ta markedsrisiko etter en periode med svake resultater. Dette vil ikke i samme grad være tilfelle for Statens pensjonsfond.

Sammensetningen av de faktiske investeringene justeres jevnlig for å stemme overens med den sammensetningen som ligger til grunn for den overordnede investeringsstrategien (såkalt rebalansering). Dette har betydd at fondet systematisk har søkt å kjøpe eiendeler etter at de har falt i verdi.

Siktemålet med fondets investeringer er høyest mulig avkastning. Samtidig må visse grunnleggende krav og forutsetninger være oppfylt:

- Fondet skal ha en markedsrisiko som er akseptabel for eierne – det norske folk representert ved politiske myndigheter.
- Fondet skal ha god kontroll med operasjonell risiko, dvs. 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 porteføljen.
- Fondet skal være en ansvarlig investor. På lang sikt vil fondets finansielle avkastning avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand. Fondet skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til grovt uetiske handlinger.
- Fondets særpreg som en stor og langsiktig investor skal utnyttes best mulig.
- Fondet skal følge gode styringsprinsipper. Selve organiseringen av virksomheten skal bygge på en klar ansvarsdeling. Beslutninger om forvaltningen av fondet må bygge på kompetanse og profesjonalitet. Åpenhet er en forutsetning for å opprettholde tilliten til dagens forvaltningsmodell. Samtidig er åpenhet et viktig bidrag til velfungerende finansmarkeder, ved at andre aktører ikke har vesentlig usikkerhet knyttet til handlingsmønsteret til en så stor aktør som Statens pensjonsfond.

Nærmere om ansvarlig investeringspraksis

Målsettingen om god finansiell avkastning henger nøye sammen med ønsket om å opptre som en ansvarlig investor. Ansvarer innebærer blant annet

at fondet forvaltes på en slik måte at en bidrar til velfungerende, legitime og effektive markeder og en bærekraftig utvikling i vid forstand. Investorer som har spredt investeringene sine bredt – både geografisk og på ulike typer investeringer – omtales gjerne som «universelle eiere». Slike eiere har en egeninteresse i at hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold ivaretas, fordi denne typen hensyn vil kunne påvirke fondets langsiktige avkastning. For eksempel vil ett selskaps overveltning av kostnader på omgivelsene, som isolert sett øker dette selskapets avkastning, kunne påvirke andre selskaper i porteføljen negativt. Dette kan føre til at avkastningen på porteføljen samlet sett svekkes. I temaartikkelen om universelt eierskap i kapittel 11 er dette spørsmålet drøftet nærmere.

Det følger også av oppdraget som forvalter av befolkningens felles sparemidler at en må ta hensyn til etiske fellesverdier. I en del tilfeller vil det være sammenfall mellom å sikre langsiktig finansiell avkastning og å ta hensyn til slike fellesverdier, men ikke alltid. Eksempelvis vil fondet ikke ha investeringer i selskaper som grovt bryter grunnleggende etiske normer, uavhengig av effekten det vil ha på avkastningen.

Det er viktig at SPUs ansvarlige investeringspraksis innrettes slik at en sikrer oppslutning i den norske befolkningen og legitimitet blant markedsaktører. Dette fordrer stor grad av åpenhet, forutsigbarhet og høy kompetanse. SPU er en stor og synlig investor og har derfor et særlig ansvar for å følge med på og bidra til utviklingen av ledende praksis internasjonalt på dette området.

Fondet er ikke egnet til å ivareta alle etiske forpliktelser vi har som stat. Ofte vil andre politiske, regulatoriske og finansielle virkemidler være bedre egnet til å ivareta slike forpliktelser. Fondet har størst mulighet til å øve en positiv påvirkning dersom fokus og virkemidler følger naturlig av rollen fondet har som finansiell investor. Fondet skal for eksempel ikke være et bistandspolitisk eller utenrikspolitisk instrument.

2.1.2 Oppfatninger om markedenes funksjonsmåte

Investeringsstrategien må bygge på grunnleggende antakelser om hvordan finansmarkedene fungerer. Følgende oppfatninger ligger til grunn for fondets investeringsstrategi:

- Markedseffisiens: Departementet legger til grunn at finansmarkedene i stor grad er effisi-

ente i den betydning at ny informasjon raskt reflekteres i prisene på finansielle eiendeler.

- Diversifisering: Ettersom avkastningen mellom ulike investeringer ikke beveger seg helt i takt, kan en bedre bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko ved å spre investeringene. Det er bakgrunnen for at referanseindeksen for Statens pensjonsfond omfatter ulike aktivaklasser og et bredt utvalg av geografiske regioner, land, sektorer og selskaper. Referanseindeksen 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.
- Risikopremier: Risikoen i Statens pensjonsfonds referanseindeks er redusert gjennom utstrakt spredning av investeringene på regioner, land, sektorer og selskaper. Som en kompensasjon for den gjenværende risikoen i indeksen forventes en høyere avkastning. Det forventes for eksempel en høyere gjennomsnittlig avkastning av aksjeinvesteringer enn av investeringer i obligasjoner, fordi svingningene i avkastningen på aksjer er høyere. Størrelsen på denne meravkastningen, eller aksjerisikopremien, er imidlertid usikker. Fondets investeringer er også eksponert mot andre typer systematiske risikofaktorer enn markedsrisiko, slik som kredittrisiko og likviditetsrisiko. Se nærmere omtale av ulike typer risikopremier i kapittel 7.
- Referanseindeks og aktiv forvaltning: Fondets referanseindeks er ment å gjenspeile eiers avveining mellom forventet avkastning og risiko. Med finansmarkeder som i høy grad er effisiente er det vanskelig å oppnå en høyere avkastning enn markedsavkastningen gjennom aktiv forvaltning uten å ta høyere risiko. I tråd med dette er retningslinjene for forvaltningen av Statens pensjonsfond utformet slik at risikoen i fondet over tid i all hovedsak følger av den referanseindeksen departementet har fastsatt, jf. omtale av aktiv forvaltning i avsnitt 2.3.
- Forvalter og markedslividitet: Valg og styring av forvalter er av stor betydning dersom deler av investeringene foretas i lite likvide markeder der det ikke er like lett å omsette verdipapirer uten å påvirke prisene. Normalt vil en investor relativt enkelt kunne oppnå markedsavkastning i likvide markeder, mens resultatene i lite likvide markeder i vesentlig større grad avhenger av forvalters dyktighet. Når fondets plasseringer gradvis flyttes fra likvide til min-

dre likvide markeder, vil kvaliteten på styrings-systemer og utformingen av insentiver, for eksempel knyttet til honorarer, derfor måtte tillegges større vekt.

- Ansvarlige investeringer: Integrering av hensyn til god selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold (ESG-hensyn) i forvaltningen har dels sin bakgrunn i at det kan være markedssvikt som det er i fondets finansielle interesse å motvirke. God virksomhetsstyring for å bidra til at selskaper drives i tråd med eierne langsiktige interesser, og innsats for å fremme velfungerende og velregulerte markeder er eksempler på dette. For en langsiktig og bredt diversifisert investor vil også en bærekraftig økonomisk utvikling på lang sikt være avgjørende for fondets avkastning over tid.

Det finnes ingen fasit på hva som er et riktig nivå på risiko 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. Endringene i fondets investeringer de siste årene har vært i retning av økt vekt på investeringer i realaktiva som eiendom og aksjer. Dette 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.

Den type endringer i fondets investeringsstrategi som legges fram for Stortinget er underlagt en beslutningsprosess som bidrar til å sikre en robust strategi. Samtidig er beslutningsprosessen tidkrevende og derfor mindre egnet for tidskritiske beslutninger. Fondets størrelse setter også begrensninger for hvor raskt en kan gjennomføre store endringer i fondets sammensetning uten at markedspåvirkning påfører fondet betydelige kostnader. Endringer i fondets overordnede investeringsstrategi vil derfor ikke være basert på en forventning om at en på forhånd vil kunne identifisere tidspunkter der markeder eller markedssegmenter i ettertid framstår som «billige» eller «dyre».

Ønsket om å søke konsensus om fondets investeringsstrategi vil på den ene side kunne bidra til å redusere fondets avkastning. Det vil for eksempel være tilfellet dersom fondet systematisk er sent ute med å investere i nye markedssegmen-

ter eller i markeder der det i ettertid viser seg at investorer kunne høste en premie ved å være tidlig ute med å investere.

Ønsket om konsensus kan imidlertid også være en fordel. Dersom konsensusoppfatninger om markedets funksjonsmåte også er oppfatninger som har gyldighet over tid, vil det gjøre fondets strategi mer robust. En robust faglig forankring av strategien bidrar til at en kan holde fast ved strategien i perioder med markedsuro, noe som er et viktig bidrag til å unngå den klassiske fellen om «å kjøpe på topp og selge på bunn». Fondets evne til å rebalansere fondets fordeling på ulike aktivaklasser har bidratt til høyere avkastning over tid.

Departementet har lagt opp til en regelmessig og bred rapportering om forvaltningen av Statens pensjonsfond til Stortinget, med hovedvekt på den årlige meldingen som legges fram om våren. Med årlige gjennomganger av strategien ønsker departementet å ivareta behovet for å vedlikeholde og videreutvikle strategien. Samtidig fastsettes strategivalgene ut fra en forutsetning om at de skal ligge fast over lang tid. Hyppigere frekvens på gjennomgangen av investeringsstrategien vurderes derfor ikke som hensiktsmessig.

2.2 Forventet langsiktig realavkastning og risiko i SPUs referanseindeks

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

Til grunn for markedsforventningene ligger en analyse av historisk realavkastning og en gjennomgang av nyere forskningslitteratur. Forventningene er ment å gjelde på svært lang sikt. De re-

presenterer anslag for gjennomsnittlig årlig realavkastning og risiko (volatilitet) over en periode på mange tiår, eller over en periode som er lang nok til å omfatte mange konjunktursyklus med tilhørende oppgangs- og nedgangstider i finansmarkedene. På kortere sikt, for eksempel over en tiårsperiode, kan forventningsverdiene avvike fra de langsiktige verdiene. Departementet har imidlertid ikke utarbeidet særskilte anslag for en kortere tidshorison.

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

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

Avkastningen under finanskrisen 2008 – 2009 har ikke påvirket de historiske gjennomsnittene for realavkastning og risiko i vesentlig grad. Aksjevola-tiliteten har steget marginalt, fra 15 pst. ved utgangen av 2007 til 15,6 pst. ved utgangen av 2009 når man regner gjennomsnittet siden 1900. Den histo-

riske fordelingen av årlig realavkastning er også blitt noe skjevtere i retning av lavere avkastning. Dette er nærmere beskrevet i kapittel 8.

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

Derimot vil utvilsomt langsiktige strukturelle utviklingstrekk eller globale makrotrender, slik som produktivitet, økonomiske rammebetingelser, demografi, miljø- og klimaendringer, ressurstilgang og geopolitisk utvikling ha stor betydning for langsiktig forventet avkastning og risiko. Departementet vil rette økt oppmerksomhet mot slike potensielle risikofaktorer, og har i den sammenheng startet et utredningsarbeid om langsiktige klimavirkninger, i samarbeid med andre store internasjonale fond, jf. boks 2.1. Resultatene av dette arbeidet forventes å foreligge høsten 2010.

Den informasjon som nå foreligger gir ikke grunnlag for vesentlige endringer i departementets langsiktige markedsforventninger, slik de ble formulert for to år siden. Det er likevel foretatt et par mindre justeringer. For det første virker det rimelig å oppjustere forventet aksjevola-tilitet fra 15 pst. til 16 pst. på bakgrunn av historisk volatilitet. For det andre er det naturlig å anta en svak grad av skjevhet i fordelingen av årlig realavkastning på aksjer. Dette kan gi mer realistiske estimater for risikoen for store tap i SPU's referanseindeks. Det er ingen endringer i forventningene knyttet til obligasjoner eller eiendomsinvesteringer. De oppdaterte markedsforventningene er vist i tabell 8.4 i kapittel 8.

Departementets anslag for statsobligasjonsavkastning ligger noe høyere enn det historiske gjennomsnittet, mens det motsatte er tilfelle for aksjer. Anslagene for volatilitet er nær de historiske gjennomsnittene for både obligasjoner og ak-

Tabell 2.1 Forventet langsiktig realavkastning og risiko i referanseindeksen til SPU, målt i fondets valutakurv.¹ Prosent

Portefølje (aksjer/obligasjoner)	Gjennomsnittlig årlig realavkastning (geometrisk) over 15-års perioder (pst.)	Standardavvik av årlig realavkastning (pst.)	Standardavvik av gjennomsnittlig realavkastning over 15 år (pst.)	Sannsynlighet for negativ akkumulert realavkastning etter 15 år (pst.)	Sannsynlighet for årlig realavkastning < 4 (pst.)	Sharpe-rate ²
60 / 40	4,25	9,8	2,5	5,3	46,3	0,28

¹ Det legges til grunn en sammensetning av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner over en vilkårlig 15-års periode. Når avkastningen måles i valutakurven, vektet avkastningen i enkelt valutaer sammen i samsvar med fordelingen av fondets referanseindeks på ulike valutaer

² Sharpe-raten er beregnet som forholdet mellom forventet aritmetisk realavkastning (ikke vist i tabellen) ut over «risikofri» realrente (anslått til 2 pst.), og volatilitet (målt ved standardavviket til årlig realavkastning).

Kilde: Finansdepartementet

sjer. Bakgrunnen for avvikene fra historisk avkastning er nærmere forklart i kapittel 8.

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

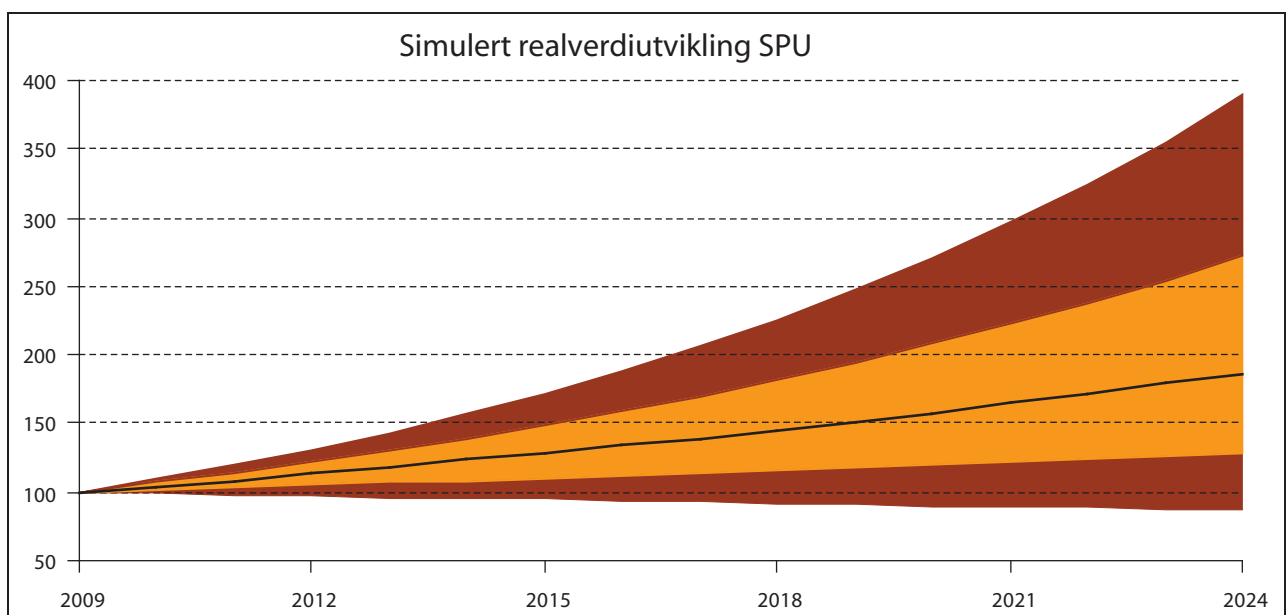
I en slik simulering kan verdiutviklingen til aktivklassene få mange ulike utfall og således avvike vesentlig fra forventningsverdien. På den måten kan utfallsrommet til porteføljeverdien, eller risikoen, anslås over tid.

Det er kun små endringer i beregnet avkastning og risiko i forhold til tallene vist i de to foregående meldingene til Stortinget. Forventet gjennomsnittlig (geometrisk) årlig realavkastning av SPUs referanseindeks er fortsatt noe over 4 pst., mens forventet årlig porteføljevolumtiltett øker litt, til 9,8 pst. Standardavviket av gjennomsnittlig årlig realavkastning over 15 år er 2,5 pst., jf. fjerde kolonne i tabell 2.1. Det er anslått at med 68 pst. sannsynlighet vil den årlige realavkastningen bli mellom 1,6 og 6,9 pst. over en 15-årsperiode. Det

er også verdt å merke seg at det er anslått en betydelig sannsynlighet (vel 46 pst.) for at årlig realavkastning blir mindre enn 4 pst. over en 15-årsperiode. Videre er det anslått en relativt lav sannsynlighet (5,3 pst.) for at den akkumulerte realavkastningen blir mindre enn null, en økning på 1,6 prosentpoeng relativt til det tidligere anslaget.

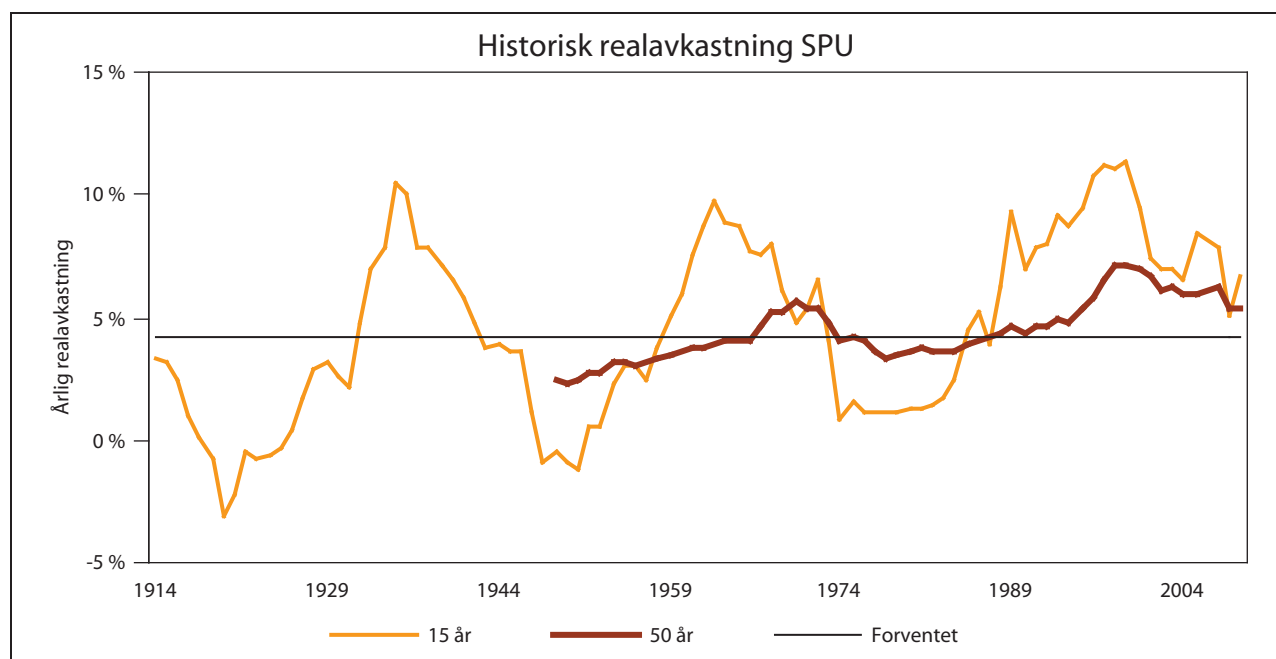
Figur 2.1 illustrerer usikkerheten i realverdiutviklingen av den strategiske referanseindeksen 15 år fram i tid, gitt en investering på 100 (lokal valuta) ved utgangen av 2009, og null netto tilførsel eller uttak gjennom perioden. Det er estimert sannsynligheter på henholdsvis 68 pst. og 95 pst. for at realverdien vil ligge innenfor de oransje og brune vifteformede feltene. Forventningsbanen er markert med fet, heltrukket svart kurve. Mens det forventes at realverdien øker med 87 pst. over 15-årsperioden (realverdien øker fra 100 i 2009 til 187 i 2024), er det stor sannsynlighet for at utfallet blir et annet.

Historiske data viser at det er betydelig variasjon over tid i realisert realavkastning på globalt diversifiserte aksje- og obligasjonsporteføljer. Dette gir opphav til historisk tidsvariasjon også i realavkastningen på en konstruert portefølje lik SPUs referanseindeks, med 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. Over rullerende 15-års perioder er svingningene i annualisert realavkastning på en slik referanseindeks store. Over lengre tidsperioder, for eksempel rullerende 50 års-perioder, er svingningene betydelig mer dempet, jf. figur 2.2.



Figur 2.1 Simulert realverdiutvikling av SPUs strategiske referanseindeks 15 år fram i tid (60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner). Forventningsbanen er markert med heltrukket svart kurve. De oransje og brune viftene viser henholdsvis 68 pst. og 95 pst. konfidensintervaller. Det er antatt null netto tilførsel eller uttak gjennom perioden. Realverdien, som er satt til 100 ved utgangen av 2009, er målt i referanseindeksens valutakurv.

Kilde: Finansdepartementet



Figur 2.2 Historisk realavkastning på en portefølje om lag lik SPU's strategiske referanseindeks, over rullerende 15- og 50-årsperioder (geometrisk gjennomsnitt). Departementets langsiktige forventning er markert med en rett linje. Realverdier er målt i referanseindeksens valutakurv.

Kilde: Dimson, Marsh og Staunton (2009) og Finansdepartementet

Boks 2.1 Forskningsprosjekt om klima

Stern-rapporten¹ viste at global oppvarming kan få alvorlige konsekvenser for den økonomiske veksten i verden. For en stor universell investor som SPU er det naturlig å spørre hvilke konsekvenser dette kan få for finansmarkedene, og hvordan investorer bør reagere.

For å belyse disse spørsmålene inngikk Finansdepartementet en avtale med konsulentfirmaet Mercer høsten 2009 om å utrede konsekvenser av klimaendringer for de globale kapitalmarkedene generelt, og for porteføljen til SPU spesielt. I prosjektet deltar også flere andre store pensjonsfond fra Europa, Nord-Amerika, Asia og Australia. Som ekstern konsulent i prosjektet har Mercer valgt The Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment ved London School of Economics and Political Science. Instituttet, som ledes av professor Sir Nicholas Stern, vil bidra med økonomiske analyser og scenarier for klimaendringer og internasjonal klimapolitikk.

Prosjektet har en tidsramme på om lag ett år og vil munne ut i to rapporter. Den første rappor-

ten, som etter planen vil bli offentliggjort i høst, vil belyse hvilke konsekvenser de ulike scenariene kan få for kapitalmarkedene, hovedsakelig fram til 2030. Det vil bli skilt mellom ulike aktivklasser og regioner. Den andre rapporten er tilpasset de enkelte deltakende fond og vil analysere fondenes sårbarhet overfor klimarisiko og identifisere mulige endringer i investeringsstrategien som kan redusere denne risikoen og/eller øke avkastningen.

Det er første gang store internasjonale pensjonsfond går sammen om å evaluere en global risikofaktor som kan få betydning for langsiktig avkastning og risiko. Målet med dette arbeidet er å utvide kunnskapsgrunnlaget. Klimaforandringer representerer en langsiktig risiko. Departementet søker gjennom forskningsprosjektet å få mer informasjon om hvordan klimaforandringer kan påvirke fondets investeringer på lang sikt.

¹ "The Economics of Climate Change – The Stern Review", Nicholas Stern, utgitt av Cabinet Office – HM Treasury 2006

Tilsvarende svingninger må også forventes i framtiden. Spørsmålet om hvorvidt slike svingninger kan forutses berøres i kapittel 8.

Figur 2.2 viser også at årlig gjennomsnittlig realavkastning av en portefølje som er tilnærmet lik SPU's referanseindeks har vært høyere enn 4 pst. både over de siste 15 og 50 år.

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

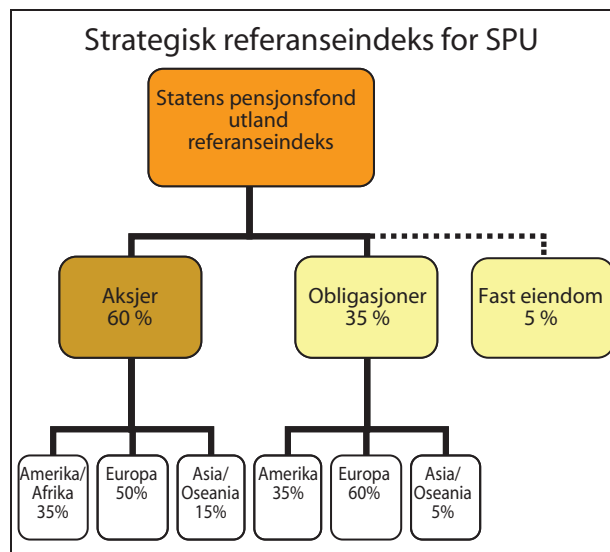
Det understrekes at det er betydelig usikkerhet knyttet til anslagene for forventet avkastning. Historiske erfaringer viser at avkastningen kan svinge en god del. Denne usikkerheten er så stor at det ikke er grunnlag for å endre dagens anslag på 4 pst. realavkastning, slik det legges til grunn for retningslinjene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

2.3 Evaluering av aktiv forvaltning i SPU

2.3.1 Innledning

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

Finansdepartementet har fastsatt en strategisk referanseindeks og en ramme for avvik mellom faktiske investeringer og indeksen. Den strategiske referanseindeksen er en detaljert beskrivelse av hvordan fondets kapital skal være investert. Indeksen er fordelt på aksjer (60 pst.) og obligasjoner (40 pst.), og på tre geografiske regioner,



Figur 2.3 Strategisk referanseindeks for SPU

Kilde: Finansdepartementet

jf. figur 2.3. Etter hvert skal obligasjonsandelen reduseres til fordel for en andel fast eiendom på inntil 5 pst.

Sammensetningen av referanseindeksen både for aksjer og obligasjoner bygger på markedsverdier innenfor hver geografiske region. Det betyr at hvis SPU's investeringer i europeiske aksjer tilsvarende 1 pst. av markedsverdien av alle selskaper i Europa, så vil referanseindeksen inneholde en eierandel på 1 pst. i hvert enkelt selskap i indeksen. Selv om Finansdepartementet fastsetter en indeks for fondet ned på enkelt-selskapsnivå, foretas det altså ingen individuell vurdering av hvert enkelt selskap i indeksen.

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

Departementet fastsetter retningslinjer for omfanget av aktiv forvaltning. Det er satt en grense for hvor mye avkastningsforskjellen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen forventes å variere (såkalt forventet relativ volatilitet). Under visse statistiske forutsetninger, og gitt at Norges Bank utnytter denne rammen fullt ut, betyr dagens ramme for forventet årlig relativ volatilitet på 1,5 pst. at avkastningsforskjellen mellom de faktiske investeringene og referanseindeksen for-

ventes å være mindre enn 1,5 prosentpoeng i to av tre år. Forskjellen forventes å være mindre enn 3 prosentpoeng i 19 av 20 år og mindre enn 4,5 prosentpoeng i 99 av 100 år.

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

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

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

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

I Nasjonalbudsjettet 2006 la departementet, i tråd med innspill fra Norges Bank, opp til flere justeringer i retningslinjene for Norges Banks forvaltning av fondet. Det ble åpnet opp for et noe bredere investeringsunivers. Samtidig ble det stilt nye krav om verdivurdering, avkastningsmåling, risikostyring og kontroll. Departementet omtalte den gang flere svakheter med risikomålet forventet relativ volatilitet. Departementet skrev:

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

Det ble samtidig lagt til grunn at disse svakhetene ville bli fanget opp av andre prosedyrer innen bankens risikomåling. Det ble pekt på at bankens formelle godkjenningssystem for investeringer i nye land, instrumenter eller aktivklasser blant annet krever dokumentasjon av hvordan markeds-

kredittrisiko skal måles. Det ble også vist til at en ved hjelp av ekstern ekspertise ville gjennomgå Norges Banks forvaltning og spesielt risikostyringen.

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

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

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

2.3.2 Evalueringsprosess

Som varslet i fjorårets melding har departementet vurdert erfaringene med aktiv forvaltning og grunnlaget for aktiv forvaltning framover. I dette arbeidet har departementet også brukt ekstern ekspertise. Prosessen har vært bredt faglig anlagt, og en har lagt vekt på å inkludere flere ulike synspunkter.

Det er hentet inn fire rapporter. En gruppe bestående av tre internasjonalt anerkjente finanseksperter, professorene Ang, Goetzmann og Schaefer, har på oppdrag fra Finansdepartementet vurdert det faglige grunnlaget for aktiv forvaltning, evaluert resultatene i SPU siden fondet ble etablert og kommet med råd om aktiv forvaltning framover. Videre har Norges Bank i brev (inkludert en utdypende rapport) til Finansdepartementet 23. desember 2009 lagt fram sine vurderinger og en plan for aktiv forvaltning av fondet fram-

over. Finansdepartementet har dessuten innhentet to rapporter om aktiv forvaltning i andre fond fra konsultantselskapet Mercer. De fire rapportene ble offentliggjort i desember 2009 og har vært gjenstand for offentlig debatt, blant annet på et seminar i regi av Finansdepartementet 20. januar. En norsk oversettelse av kapittel 1 i rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer og Norges Banks brev (uten den utdypende rapporten) følger som vedlegg 3 og 4 til denne meldingen. Rapportene og materialet fra konferansen 20. januar er i sin helhet publisert på departementets nettsider (www.regjeringen.no/spf).

2.3.3 Faglig grunnlag for aktiv forvaltning

Verken rapporten fra professorene Ang, Goetzmann og Schaefer eller brevet fra Norges Bank taler for å gå over til å følge fondets referanseindeks slavisk gjennom passiv forvaltning. Begge rapporter peker også på at SPU har noen fortrinn sammenliknet med andre fond, og at disse fortrinnene bør kunne utnyttes i aktiv forvaltning.

Ang, Goetzmann og Schaefer har gjennomgått den akademiske forskningen om aktiv forvaltning. De mener litteraturen viser at det er vanskelig å «slå markedet» gjennom aktiv forvaltning. De utelukker likevel ikke at noen aktører med fortrinn knyttet til informasjonsinnhenting, analyse og handel kan oppnå en økonomisk gevinst.

Det er videre vist til at mange av de forskningsresultatene som foreligger om lønnsomheten av aktiv forvaltning er gjort på bakgrunn av fond med vesentlig høyere kostnader enn SPU. Flere studier viser at slike fond har oppnådd meravkastning før kostnader, men mindre meravkastning når kostnadene er trukket fra. Dersom Norges Bank på bakgrunn av sin størrelse kan holde kostnadene lave samtidig som de tiltrekker seg dyktige forvaltere, indikerer disse studiene et visst potensial for meravkastning.

Selv om markedene er effisiente, kan det være gode grunner til å avvike fra en markedsvektet referanseindeks. Ang, Goetzmann og Schaefer mener klart at fondet bør avvike fra markedsvektede referanseindekser, men mener at avvikene i overveiende grad bør bestå av bevisste posisjoner mot andre systematiske risikofaktorer i tillegg til markedsrisikoen. Systematiske risikofaktorer er kilder til risiko som investorer ikke kan bli kvitt gjennom diversifisering. De som er villige til å ta slik risiko vil bli kompensert i form av høyere forventet avkastning. Ang, Goetzmann og Schaefers foretrukne løsning er at referanseindeksene en-

dres slik at Norges Bank framover måles mot en indeks som inneholder flere av disse risikofaktorene. De skriver (oversatt fra engelsk):

«I tilfellet med flere systematiske risikofaktorer forkaster empiriske studier klart at markedsporteføljen er effisient, og andre statiske eller tidsvarierende kombinasjoner av aktiva gir et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko.»

De anbefaler etter dette at fire hovedelementer kan inngå i en aktiv forvaltning der eksponering mot systematiske risikofaktorer er inkludert i referanseindeksen:

- tidsvarierende over- og undervekter i de risikofaktorene som inngår i en ny referanseindeks,
- eksponering mot mindre etablerte, nye risikofaktorer og muligens nye segmenter og markeder utenfor indeks,
- investeringer knyttet til fondets rolle som ansvarlig investor og strategiske eierandeler i enkeltelskaper, og
- et visst rom for selskapsspesifikke strategier.

En nærmere beskrivelse av dette er gitt i tabell 8 i rapporten. I tillegg peker de på behovet for en kostnadseffektiv forvaltning av markedsporteføljen.

Ang, Goetzmann og Schaefer har analysert resultatene av aktiv forvaltning i fondet siden 1998 og fram til utgangen av september 2009. Deres konklusjon er at innslaget av aktiv forvaltning har vært svært lite, men at det alt i alt har bidratt til å bedre fondets resultater. De peker også på at en stor del av resultatene i den aktive forvaltningen kan forklares av eksponering mot systematiske risikofaktorer. Evalueringen av den aktive forvaltningen i SPU er nærmere omtalt i kapittel 14.

Norges Bank konkluderer i sin gjennomgang av litteraturen med at det under gitte forutsetninger er mulig for investorer å opparbeide seg et informasjonsfortrinn som kan brukes til å skape meravkastning. De peker samtidig på at kostnadsnivået i forvaltningen avgjør hvor stor del av denne meravkastningen som tilfaller kunden. Norges Bank mener at de kan utnytte fondets størrelse og langsiktighet i den aktive forvaltningen. Deres ambisjon er å oppnå en årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning på om lag 0,25 prosentpoeng i gjennomsnitt over tid. Med det menes en netto avkastning som er 0,25 prosentpoeng høyere enn med en tenkt passiv forvaltning. Banken mener at oppnådde resultater siden 1998 understøtter en slik forventning. Banken skriver:

«Omfanget og innretningen av de aktive strategiene vil over tid bestemmes av resultatene. Norges Bank satte i 2001 et mål om en årlig verdiskaping fra aktiv forvaltning på 0,25 prosentpoeng. Dette målet lå forholdsvis høyt i forhold til den relative risikoen i forvaltningen. Etter 12 år med aktiv forvaltning er vår vurdering at erfaringene i hovedsak er gode. Den annualiserte årlige meravkastningen ut over referanseporteføljen er nå 0,22 prosentpoeng, nær målet. Resultatene underbygger at den aktive forvaltningen kan gi et viktig bidrag til den samlede avkastningen for fondet over tid. Norges Bank vil opprettholde sitt mål om å skape 0,25 prosentpoeng årlig meravkastning med videreføring av de rammebetingelser som nå gjelder.»

Norges Bank legger også vekt på at aktiv forvaltning har positive vekselvirkninger med andre deler av deres forvaltning av SPU, inklusive eierskapsutøvelsen. En slik vekselvirkning antas å bli viktigere dersom banken i fremtiden øker engasjementet i enkeltelskaper. Mercers analyse av andre fonds erfaring med eierskapsutøvelse konkluderer samtidig med at valget mellom aktiv og passiv forvaltning er viktigere for hvilke typer saker som tas opp i eierskapsutøvelsen enn for selve effektiviteten av eierskapsutøvelsen. For eksempel vil eierskapsutøvelse hos passive forvaltere normalt være mer prinsippbasert og i mindre grad rettet inn mot å påvirke enkeltelskaper.

I prinsippet bør aktiv forvaltning basert på analyse av enkeltelskaper kunne ha positive vekselvirkninger med eierskapsutøvelsen. Eierskapsutøvelse kan bidra til å øke verdien av selskaper fondet er investert i, og informasjon fra analysen i den aktive forvaltningen vil kunne nyttiggjøres i eierskapsutøvelsen. Mercer finner at de to aktivitetene i liten grad er integrert i andre fond, og at slike vekselvirkninger er vanskelig å identifisere. Norges Bank synes derfor å legge større vekt på å integrere disse aktivitetene enn andre fond.

Konsulentselskapet Mercer har på oppdrag fra Finansdepartementet gjennomført en spørreundersøkelse om aktiv forvaltning blant 14 av de største fondene i verden. Etter Mercers syn er disse fondene representative for store, langsiktige fond internasjonalt. Fondene ble blant annet spurt om deres bruk av aktiv forvaltning og planlagte endringer i bruken av aktiv forvaltning. Undersøkelsen bekrefter at det er vanlig praksis i andre fond å ha et innslag av aktiv forvaltning. Kun ett av fondene hadde begrenset den aktive forvaltningen til strategier i lite likvide markeder.

Undersøkelsen viste videre at fondene mente at deres lange tidshorison var et viktig fortrinn i arbeidet med aktiv forvaltning, men også mulighetene til å holde kostnadene nede og til å beholde intern ekspertise ble trukket fram som komparative fortrinn. Fondene ble også spurt om de hadde endret bruken av aktiv forvaltning i etterkant av finanskrisen. Ingen av fondene svarte at de hadde planer om vesentlige reduksjoner av omfanget av aktiv forvaltning, men flere la opp til endringer knyttet til risikostyring, kontroll og evaluering av den aktive forvaltningen. Når det gjaldt innholdet i aktiv forvaltning, synes det som om flere fond var tilbøyelige til å øke eksponeringen i mindre omsettelige posisjoner og redusere eksponeringen mot belånte strategier.

2.3.4 Hovedstrategier for aktiv forvaltning

Forvaltningsmodellen for Statens pensjonsfond er tilpasset et klart skille mellom aktiv og passiv forvaltning. Finansdepartementet har ansvaret for fondets referanseindeks, mens Norges Bank søker å oppnå en høyere avkastning enn referanseindeksen innenfor en ramme for aktiv forvaltning. I praksis er ikke skillet mellom aktiv og passiv forvaltning helt klart. Selv en passiv forvaltning krever en kompetent forvalter som løpende kan foreta aktive valg knyttet til gjennomføring av forvaltningen, og skillet mellom hva som er en god tilpasning til referanseindeksen og hva som er aktiv forvaltning kan være flytende.

I forvaltningen av eiendom vil innslaget av aktiv forvaltning nødvendigvis være betydelig. Det skyldes at det ikke er mulig å konstruere porteføljer som bare har små avvik fra de referanseindeksene som finnes. Omtalen av aktiv forvaltning under er derfor avgrenset til aksjer og obligasjoner. Nedenfor er det gitt eksempler på tre hovedstrategier for aktiv forvaltning som alle er beskrevet både i rapporten til Ang, Goetzmann og Schaefer og i Norges Banks brev.

Strategier for forvaltning av markedsporteføljen

Strategier for forvaltning av markedsporteføljen består av aktive valg som er ment å utnytte svakheter ved fondets referanseindeks. Disse svakhetene er dels knyttet til at fondets referanseindeks ikke fullt ut er representativ for hele markedet, og dels til hvor ofte og hvordan indeksen endres. Det er pekt på flere svakheter:

- Ang, Goetzmann og Schaefer viser til studier som antyder at prisene på verdipapirer påvir-

kes av store transaksjoner. For eksempel er det en tendens til at aksjer som tas inn i indeks stiger i pris den dagen de inkluderes, presumptivt fordi mange store aktører kjøper aksjen samtidig. For SPU taler dette for at det vil være kostnader forbundet med å følge dagens referanseindekser slavisk.

- Norges Bank peker på at mens fondets referanseindeks for aksjer representerer aksjemarkedet på en god måte, dekker referanseindeksen for obligasjoner bare en begrenset del av investeringsmulighetene for rentebærende instrumenter. Indeksen inneholder for eksempel ikke obligasjoner med mindre enn ett år igjen til forfall, obligasjoner med flytende rente eller obligasjoner med lavere kredittvurdering («rating») enn BBB. Dette innebærer at deler av markedet for rentebærende instrumenter holdes utenfor referanseindeksen.
- En annen svakhet ved obligasjonsindeksen er at obligasjonene i indeksen tilordnes vekt basert på utestående volum, i motsetning til aksjeindeksen der hvert aksjeselskap tilordnes en vekt basert på markedsverdien av aksjene i selskapet. Dette innebærer at obligasjonsutstedere med relativt mye gjeld tilordnes en høy vekt i indeksen, og at en passiv forvalter automatisk ender opp med å låne mye til utstedere med høy gjeldsgrad.
- Det tas heller ikke hensyn til utsteders andre lån i sammenvektingen av referanseindeksen. Det betyr at vekten i referanseindeksen ikke nødvendigvis er representativ for utsteders samlede gjeld. En passiv forvalter vil i prinsippet måtte akseptere vektingen i indeksen, mens en forvalter som kan avvike fra indeksen kan la være å investere i selskapets obligasjoner eller investere mindre enn det indeksvekten tilsier ut fra en vurdering av selskapets samlede gjeld.
- Norges Bank peker også på svakheter knyttet til hvordan og hvor ofte obligasjonsindeksen endres. Disse svakhetene må antas å føre til høye transaksjonskostnader for en forvalter som følger indeksen slavisk.
 - En passiv forvalter må i prinsippet selge en obligasjon når det er mindre enn ett år igjen til obligasjonen skal innfris.
 - Obligasjoner som ikke lenger tilfredsstiller kravet til kredittkarakter, tas ut av indeksen klokken 17:15 siste handledag hver måned. På samme tidspunkt inkluderes obligasjoner som på grunn av oppgradert kredittka-

rakter tilfredsstiller kravet for inkludering. Det er ifølge Norges Bank normalt å observere til dels store prisutslag på dette tidspunktet. Ved å avstå fra å gjennomføre transaksjonene samtidig med indeksendringene kan transaksjonskostnadene derfor reduseres.

- Det kan gå opp til en måned fra en obligasjon er utstedt til den er inkludert i indeks. En passiv forvalter vil måtte vente med å kjøpe obligasjonen til siste handledag den aktuelle måneden, mens en forvalter som kan avvike fra indeksen kan søke å hente en premie ved å kjøpe obligasjonen på et annet tidspunkt enn når indeksendringen finner sted, for eksempel i forbindelse med at obligasjonslånet blir utstedt.
- Indeksen skiller heller ikke mellom hvor likvide obligasjonene er. En passiv forvalter vil i prinsippet måtte handle i obligasjoner det vil være vanskelig å omsette. Det har blant annet konsekvenser for kostnadene ved rebalanseringer av fondets aksjeandel.

Banken skriver også at livsforsikringsselskaper og pensjonsfond er underlagt reguleringer om å tilpasse sine obligasjonsinvesteringer til pensjonsforpliktelsene. Slike tilpasninger kan skape muligheter for SPU som ikke er underlagt de samme restriksjonene. På tilsvarende måte kan det oppstå prisforskjeller mellom ulike aksjeklasser og mellom aksjer i samme selskap som handles i forskjellige markeder. Norges Bank mener SPU kan utnytte slike forskjeller i tilpasningen til markedsporteføljen.

Norges Bank skriver at avvik fra referanseindeksen ut fra et ønske om en effektiv forvaltning av markedsporteføljen i utgangspunktet vil være av kortsiktig karakter, knyttet til indeksendringer og konkrete selskaphendelser. I de tilfeller hvor forvaltningen av markedsporteføljen innebærer at en erstatter verdipapirer i indeksen som oppfattes som dyre med elementer utenfor indeksen som oppfattes som billige, vil det likevel kunne øke mulighetene for store tap i perioder med uro. Det er to grunner til det. For det første vil de aktivaene som det investeres i typisk være vanskeligere å omsette enn de som inngår i referanseindeksen. Markedsuro vil føre til at disse aktivaene prises lavere enn aktivaene i indeksen. For det andre kan prisfall i perioder med uro forsterkes av at mange andre aktører har tilsvarende posisjoner som de blir tvunget til å reversere.

Selskapsspesifikke strategier

Selskapsspesifikke strategier er basert på fundamental analyse av enkeltelskaper og de aksjer og rentebærende papirer de har utstedt. Slike strategier forvaltes både internt i Norges Bank og ved bruk av eksterne forvaltere.

Det sentrale fellestrekket ved bankens ulike interne forvaltningsmandater basert på selskapsspesifikke strategier er at beslutningene fattes på bakgrunn av en detaljert analyse av det enkelte selskaps finansielle forhold, enkeltbedriftens strategier og andre selskapsrelevante utviklings trekk. Mandatene har ingen felles tilnærming ut over det. Norges Bank vektlegger i stedet å gi hver enkelt medarbeider muligheten til å bestemme selv hva som er det beste analytiske verktøyet gitt forvalterens investeringssyn og tilnærming. Dette er ment å styrke mangfoldet og redusere risikoen for gruppetenkning som kan oppstå dersom alle forvalterne innordnes den samme investeringsprosessen.

Eksterne forvaltningsoppdrag basert på selskapsspesifikke strategier gis til organisasjoner med spesialkompetanse innenfor klart definerte investeringsstrategier. De senere årene har et økende antall av disse mandatene blitt etablert i markeder banken oppfatter som mindre effisiente, dvs. markeder der informasjon ikke like raskt reflekteres i prisene på finansielle aktiva. Det gjelder særlig framvoksende markeder.

Størrelse kan være et fortrinn i arbeidet med selskapsspesifikke strategier. SPU kan i kraft av sin størrelse lettere få informasjon direkte fra selskapene de investerer i og dermed gjøre forvaltningen mindre avhengig av informasjon via tredjeparter.

Norges Bank peker på at størrelse og langsiktighet danner grunnlag for fortrinn i arbeidet med å identifisere, velge og følge opp eksterne forvaltere. Fortrinnene gir seg utslag i evnen til å framforhandle konkurransedyktige betingelser og å ha tilstrekkelige ressurser til å dekke et bredt spekter av informasjonskilder.

Det finnes ikke forskningsresultater som kan bekrefte at størrelse gir informasjonsfortrinn, men banken framholder egne resultater som støtte for at de kan levere meravkastning over tid.

Ang, Goetzmann og Schaefer skriver at fondets historiske resultater bare gir en svak støtte til at selskapsspesifikke strategier for aktiv forvaltning vil bidra positivt til fondets resultater over tid. De mener likevel at det er støtte i teorien for et visst innslag av denne type aktiv forvaltning. De skriver videre at denne type aktiv forvaltning bør

utgjøre en begrenset del av den aktive forvaltningen, avhengig av kostnadene, og at slik aktiv forvaltning også kan ha vekselvirkninger med andre deler av forvaltningen av fondet.

Banken mener at selskapsspesifikke strategier i aksjemarkedet vil ha samme type risiko som aksjemarkedsinvesteringene generelt. Den aktive forvaltningen vil ta form av en rekke mindre porteføljer som fører til risikospredning. Samtidig vil denne spredningen på mange mandater kunne føre til eksponering mot systematiske risikofaktorer. Slike faktorer er nærmere omtalt nedenfor. Bankens framhever at måling og styring av fondets totale eksponering mot alle typer systematiske risikofaktorer vil være en svært sentral del av deres risikofunksjon.

Systematisk risiko

Ang, Goetzmann og Schaefer har evaluert fondets resultater fra aktiv forvaltning og finner en systematikk i resultatene, jf. omtale i temaartikkelen i kapittel 14. Ved å studere hvordan resultatet av aktiv forvaltning har utviklet seg siden 1998 har de beregnet at mer enn to tredeler av variasjonene i fondets samlede meravkastning i statistisk forstand kan forklares av såkalte systematiske risikofaktorer. Når de analyserer aksje- og renteforvaltningen separat, med de faktorene som anses mest relevant for hver aktivaklasse, forklares en mindre andel av resultatutviklingen. Eksponering mot systematiske risikofaktorer forklarer knapt en tredel av resultatutviklingen i aksjeforvaltningen og om lag halvparten av resultatutviklingen i renteforvaltningen.

Felles for de systematiske risikofaktorene er at de er dokumenterte typer risiko som investorer historisk har kunnet høste risikopremier av over tid. Analysen viser at risikofaktorene likviditet og volatilitet har vært spesielt viktige. Det betyr at Norges Bank har hatt gode resultater så lenge likviditeten stadig har bedret seg, og i perioder med liten turbulens i markedene. Samtidig ble resultatene dårlige i 2008, med sterkt redusert likviditet i markedene og store svingninger fra dag til dag.

Banken har organisert den aktive forvaltningen ved å delegere ansvaret for posisjonstaking til mange beslutningstakere som arbeider uavhengig av hverandre. Likevel vil det normalt oppstå eksponeringer mot systematisk risiko. En av de systematiske risikofaktorene som det er vist til i rapporten er forskjeller i avkastning basert på om selskaper er små eller store. Selv om SPUs avvik

fra referanseindeksen for aksjer er et resultat av en rekke enkeltbeslutninger, viser analysen til Ang, Goetzmann og Schaefer at fondet samlet sett har hatt større eksponering mot relativt små selskaper enn fondets referanseindeks.

Ut over den eksponeringen mot systematiske risikofaktorer som oppstår som følge av selskaps-spesifikke strategier, kan forvalter velge en mer direkte eksponering mot systematiske risikofaktorer. Eksponeringen kan være stabil eller være basert på vurderinger av at en på forhånd kan identifisere tidsvariasjoner i avkastningen av disse faktorene. Slike posisjoner vil ikke være et resultat av mange uavhengige enkeltposisjoner, men følge av et bevisst valg om å gjøre fondets avkastning avhengig av utviklingen i én eller flere risikofaktorer.

Erfaringen med den aktive forvaltningen fram til nå er at den rapporterte avkastningen kan være høy og den målte risikoen lav over mange år, men at det kan komme perioder med svært negative resultater. Eksponering mot systematiske risikofaktorer kjennetegnes i mange tilfeller av en slik profil. Da vil eksponering mot systematiske risikofaktorer i liten grad fanges opp av tradisjonelle risikomål som relativ volatilitet fordi det kan ta lang tid før denne risikoen kommer til syne i historiske avkastningstall. Derfor må risikoen følges opp også på andre måter. Norges Bank skriver i sitt svar at banken i risikostyringen av fondet vurderer hvordan eksponering mot systematisk risiko kan påvirke risikoen i den enkelte strategi og for fondet som helhet.

2.3.5 Departementets vurderinger

I tråd med det som ble varslet i fjorårets melding, har departementet vurdert hvorvidt og eventuelt i hvilket omfang aktiv forvaltning i SPU skal videreføres.

Nærmere om hvorvidt aktiv forvaltning skal videreføres

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 Norges Bank og de tre professorene Ang, Goetzmann og Schaefer mener at det ikke er noen entydige faglige argumenter for en ren passiv indekseringsstrategi. Departementet deler denne oppfatningen.
- Referanseindeksene for fondets aksje- og obligasjonsportefølje fastsettes av Finansdepartementet på basis av langsiktige vurderinger.

Både rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer og Norges Banks rapport peker på svakheter ved fondets referanseindeks, særlig for obligasjonsinvesteringene. En viss ramme for avvik fra referanseindeksen er derfor nødvendig for å gi Norges Bank mulighet til å utnytte svakheter ved dagens referanseindeks og for en kostnadseffektiv tilpasning til indeksen.

- Dagens ramme for aktiv forvaltning er større enn det som oppfattes som nødvendig ut fra hensynet til en kostnadseffektiv forvaltning av referanseindeksen. Spørreundersøkelsen Mercer har foretatt bekrefter at dette er i tråd med praksis i andre store fond internasjonalt. Mercers spørreundersøkelse viser også at alle fondene i undersøkelsen hadde en viss ramme for aktiv forvaltning, og at bare ett av disse hadde begrenset aktiv forvaltning til strategier i mindre likvide markeder.
- De mottatte rapportene peker alle på at fondets størrelse og langsiktighet bør kunne utnyttes til fondets fordel gjennom aktiv forvaltning. Størrelse kan gi forhandlingsstyrke, reduserte kostnader og mulighet til å tiltrekke seg nødvendig kompetanse. Samtidig kan størrelse også være en ulempe, blant annet ved at det kan være vanskelig å skalere opp enkelte aktive strategier til et omfang som er relevant for fondet. Fondets langsiktighet vil kunne være et fortrinn i aktiv forvaltning, blant annet ved at fondet ikke blir tvunget til å realisere tap på uheldige tidspunkter.
- Departementet har også erfart at en mulighet til å utøve skjønn og foreta aktive valg har vært spesielt viktig i perioder der funksjonsmåten til markedene er svekket, som i 2008. Et eksempel på det var innfasingen til høyere aksjeandel gjennom 2008 og 2009. Med et fallende aksjemarked var det behov for å ta stilling til om fondets obligasjonsandel skulle reduseres gjennom salg av alle typer obligasjoner eller bare de mest likvide. En viss aktiv forvaltning kan bidra til at kompetansen for å utøve et slikt skjønn vedlikeholdes.
- Norges Bank 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 har over tid økt eierandelene i verdens børsnoterte aksjer og er i dag den største eieren av børsnoterte aksjer i Europa. Det gir både en forpliktelse og en mulighet til å bruke eierrettigheter. Eierskapsutøvelse, også overfor enkelt-selskaper, 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 Norges Bank synes å legge vekt på å utnytte det potensialet som bør ligge i vekselvirkninger mellom aktiv forvaltning av enkeltsselskaper og eierskapsutøvelsen. Bankens bruk av miljørelaterte aktive aksjemandater kan være et eksempel på dette, ettersom miljø- og vannforvaltning også er definert av banken som satsingsområder i eierskapsutøvelsen. I hvilken grad banken lykkes på dette området vil være et naturlig tema i oppfølgingen av bankens forvaltning framover.

- Det vil også være en vekselvirkning mellom bankens råd om fondets langsiktige strategi og erfaringer fra aktiv forvaltning. Tilrådingene om å inkludere flere framvoksende markeder i fondets referanseindeks i 2007 kom for eksempel etter at banken hadde bygget opp kompetanse gjennom aktiv forvaltning i slike markeder. På tilsvarende måte hadde banken erfaring fra forvaltning av aksjer i små børsnoterte selskaper før dette segmentet ble inkludert i referanseindeksen. Når banken gjennom aktiv forvaltning bygger erfaring gjennom mindre investeringer i nye markeder, reduseres den operasjonelle risikoen ved større investeringer som følge av at de samme markedene senere inkluderes i fondets referanseindeks.

Etter departementets syn bør det på denne bakgrunn fortsatt være en viss ramme for avvik fra referanseindeksen i forvaltningen av fondet. Det er ikke noen entydige faglige argumenter for en ren passiv forvaltning. Det vil påføre fondet unødige kostnader dersom en skulle følge indeksene slavisk, og særtrekk ved fondet gir et potensial for meravkastning over tid som bør utnyttes i noen grad. Ut over dette er det grunn til å anta at et visst omfang av aktiv forvaltning vil ha positive vekselvirkninger med øvrige deler av forvaltningen.

Vurderinger av omfang og innretting av aktiv forvaltning

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:

- Som omtalt over legger Finansdepartementet til grunn at finansmarkedene i stor grad er effektive i den betydning at ny informasjon raskt reflekteres i prisene på finansielle eiendeler. Dette taler for at rommet for meravkastning fra aktiv forvaltning uansett er begrenset. Samtidig har den eksterne gjennomgangen 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. Erfaringen fra finanskrisen var likevel at mindreamkastningen i den aktive forvaltningen på 3,4 prosentpoeng var en større utfordring for tilliten til forvaltningen enn tapene i referanseindeksen på 19,9 pst. Etter departementets syn reflekterer dette at risikoen i de aktive forvaltningsstrategiene ikke var like godt identifisert og kommunisert i forkant som risikoen i referanseindeksen. Med en bredere forankring av den aktive forvaltningen bør denne delen av investeringsstrategien kunne bli mer robust i framtidige perioder med mindreamkastning. Likevel må det legges en viss vekt på at betydelig mindreamkastning i enkeltår kan svekke tilliten til forvalteren, selv om resultatene målt over lengre perioder er gode. Det taler isolert sett for en fortsatt moderat ramme for avvik fra referanseindeksen.
- De analyser som nå er gjort, bekrefter at det er referanseindeksen, fastsatt av Finansdepartementet, som er det dominerende bidraget til risiko i fondet. Innslaget av aktiv forvaltning har vært svært moderat sett i forhold til fondets samlede risiko. Rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer inneholder en oppdatert oversikt over akademisk forskning av aktiv forvaltning og dens relevans for SPU, jf. kapittel 6. Professorene gir ikke et tallfestet råd om rammen for aktiv forvaltning, men rapporteren deres underbygger etter departementets syn at rammen fortsatt bør være moderat.
- Samtidig vil en netto verdiskaping ved aktiv forvaltning i tråd med bankens egen målset-

ting på 0,25 prosentpoeng årlig utgjøre betydelige beløp over tid. Til sammenlikning ble det ved vurderingen av å øke fondets aksjeandel fra 40 pst. til 60 pst. lagt til grunn en forventning om at endringen ville kunne øke fondets gjennomsnittlige årlige avkastning med 0,4 prosentpoeng.

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 SPU krever at Norges Bank 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 incentiver som ikke sammenfaller med eiers mål for forvaltningen av fondet. For aktiv forvaltning vil dette særlig kunne gjelde dersom det er stor forskjell mellom tidshorizonten for en aktiv forvaltningsstrategi og den evalueringsperioden som benyttes i bonussystemet.

Utfordringer knyttet til potensielle interessekonflikter mellom eier og forvalter kan derfor i seg selv 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. Departementet har hatt på høring nye retningslinjer for forvaltningen av SPU, jf. nærmere omtale i kapittel 4. I forslaget legges det opp til at Norges Bank må utforme systemet for avlønning av ansatte innen kapitalforvaltningen slik at det understøtter de målene som er satt for forvaltningen av fondsmidlene. Ledergruppen i NBIM har ikke bonusbaserte lønssystemer, og personer i kontrollfunksjoner har ikke avkastningsavhengig lønn. Ut over dette legger departementet vekt på at en klar ansvars- og rolledeling, tydelige tilsyns- og kontrollfunksjoner og åpenhet i alle ledd av forvaltningen vil redusere mulige uheldige utslag av prestasjonsbaserte lønssystemer.

Når det gjelder utformingen av risikorammen for aktiv forvaltning, anbefaler Ang, Goetzmann og Schaefer at den fastsettes som et måltall for ak-

tiv risiko snarere enn som en absolutt øvre grense som i dag.

Departementet har ikke ønsket å sette et måltall for forventet relativ volatilitet. I noen situasjoner vil et slikt måltall kunne oppfordre forvalter til å ta mer risiko enn det som er ønskelig. Derimot er det gode argumenter for å gjøre rammen mindre følsom for generell uro i markedet.

En ulempe med risikostyring basert på en øvre grense for tillatt forventet relativ volatilitet slik den har vært praktisert til nå, er at den målte forventede relative volatiliteten har økt mye i perioder med generell uro i finansmarkedene. Dette har skjedd selv om banken ikke har endret sine aktive posisjoner. Norges Banks hovedstyre har etablert en retningslinje om at banken bare skal utnytte 75 pst. av rammen for forventet relativ volatilitet i normale perioder. Det tilsier en relativ volatilitet på inntil 1,1 pst. På den måten har Norges Bank etablert en buffer mot at den målte forventede relative volatiliteten kan komme til å øke som et resultat av spesielle markedsforhold.

Med en streng praktisering av en øvre ramme kan forvalter i prinsippet bli tvunget til å selge fondets eiendeler på tidspunkter som er ugunstige. Metoden som anvendes for å beregne forventet relativ volatilitet er viktig i den sammenheng. Norges Bank har i brev til Finansdepartementet 21. oktober 2009 varslet at de vil gå inn for å endre beregningsmetoden for forventet relativ volatilitet. Til nå har relativ volatilitet vært beregnet med utgangspunkt i daglige observasjoner og de seneste observasjonene er tillagt større vekt enn observasjoner lenger tilbake i tid. I praksis har det vært lagt stor vekt på de seneste daglige observasjonene i markedet. Ved å gå over til å beregne risikoen basert på ukentlige priser og med tre års historikk, vil følsomheten for generell uro bli mindre. På den måten vil endringer i forventet relativ volatilitet i større grad være et resultat av endringer i bankens posisjoner og i mindre grad være et resultat av om markedene generelt er inne i en periode med store eller små avkastningsvariasjoner. En omlegging av beregningsmetodikk vil kunne gi større samsvar mellom tidshorizonten for de aktive investeringsbeslutningene og måleperioden for aktiv risiko. Det vil også kunne gjøre målingen mer relevant for den løpende risikostyringen.

Den umiddelbare effekten av en eventuell omlegging er at den målte forventede relative volatiliteten øker, slik at rommet for aktiv forvaltning den nærmeste tiden blir noe mindre enn med den tidligere beregningsmetoden. Dette skyldes at

uroen i forbindelse med finanskrisen vil være en del av beregningsgrunnlaget når beregningen er basert på utviklingen de siste tre årene. Med den tidligere metoden vil ikke observasjoner fra finanskrisen lenger være en viktig del av beregningsgrunnlaget.

Ved i tillegg å åpne opp for at den forventede relative volatiliteten i helt spesielle situasjoner kan være høyere enn rammen, kan problemet med dagens utforming av rammen etter departementets syn reduseres ytterligere.

Når den øvre grensen på denne måten gjøres mindre absolutt enn i dag, er det samtidig naturlig å justere grensen ned. Ved å åpne for at risikoutslagene i perioder med spesielt stor uro kan vise seg å bli høyere enn forventet, kan utnyttelsen av rammen bli høyere enn den har vært til nå. Etter en samlet vurdering har departementet derfor kommet til at rammen for forventet relativ volatilitet i SPU bør justeres ned fra dagens ramme på maksimalt 1,5 pst. Departementet vil i de nye reglene for forvaltningen av fondet stille krav om at Norges Bank legger opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1 pst. Samtidig kan det oppstå helt spesielle situasjoner hvor forventet relativ volatilitet blir høyere. Erfaringen fra 2008 var at det ikke var hensiktsmessig å redusere avvikene fra referanseindeksen selv om den målte relative volatiliteten var høyere enn rammen på 1,5 pst. Praktiseringen av rammen bør åpne for at det kan gjøres en tilsvarende vurdering om forventet relativ volatilitet unntaksvis skulle overstige den nye rammen på 1 pst.

Relativ volatilitet er et statistisk mål på risiko. Fordelen med dette målet er at en kan tallfeste risiko på tvers av aktivklasser, markeder, instrumenter og valutaer. Samtidig har departementet også i tidligere meldinger til Stortinget pekt på at dette risikomålet har flere begrensninger. Erfaringen fra de siste to årene er en illustrasjon på det.

Det som er avgjørende for omfanget av aktiv forvaltning er hvordan en samlet sett avgrenser risikoen i den aktive forvaltningen. Relativ volatilitet kan i denne sammenheng ses på som én av flere relevante indikatorer for omfanget av aktiv forvaltning. Justeringen av rammen for forventet relativ volatilitet som det nå legges opp til må derfor ses i sammenheng med hvilke andre tiltak som er iverksatt, eller som vil bli iverksatt, for å avgrense risikoen i den aktive forvaltningen.

Norges Bank har allerede gjennomført betydelige omlegginger av arbeidet med måling og sty-

ring av risiko. Dette har blant annet kommet til uttrykk i supplerende metoder for måling og styring av risiko. I tillegg til modellering av risiko basert på historisk avkastning (som relativ volatilitet), måles og styres risikoen innenfor områdene konsentrasjonsanalyse, faktoreksponering og likviditet.

Konsentrasjonsanalyse er målinger som ikke tar utgangspunkt i en kvantitativ modell, men som baseres på hvor store avvikene fra referanseindeksen er målt nominelt i kroner. Formålet er å få et bilde av risiko som ikke avhenger av modellberegningenes mange forutsetninger. Faktoreksponering måler porteføljens eksponering mot systematiske risikofaktorer. Eksponering mot likviditet gis særlig oppmerksomhet. Banken måler blant annet størrelsen på sine posisjoner relativt til hvor mye som totalt omsettes i markedet. Det gir et utgangspunkt for å anslå hvor raskt investeringene kan endres. Norges Bank har også lagt begrensninger på belåning av porteføljen. Rammene Norges Banks hovedstyre har satt for de supplerende risikomålene og hvilke konsekvenser det har hatt for fondets investeringer er nærmere omtalt i avsnitt 3.3.

De kravene som nå er stilt i bankens eget regelverk, de endringene som vil bli gjort i departementets retningslinjer til banken, jf. avsnitt 4.2. og andre tiltak som er gjennomført for å styrke kontroll og tilsyn med forvaltningen, representerer etter departementets syn målrettede tiltak for å avgrense risikoen i den aktive forvaltningen. En videreføring av aktiv forvaltning i kombinasjon med tiltak for å avgrense risikoen bedre er også konsistent med det andre fond har lagt opp til etter finanskrisen, slik det er beskrevet i Mercers rapport om aktiv forvaltning i andre store fond internasjonalt.

Innenfor de rammene som nå settes for den aktive forvaltningen legger departementet til grunn at Norges Bank aktivt vil forvalte markedsporteføljen for å unytte ulike svakheter ved de referanseindeksene som benyttes, jf. omtalen ovenfor. Det vil også fortsatt være rom for en viss aktiv forvaltning utover dette. Departementet mener det er naturlig at banken selv vurderer en hensiktsmessig innretting av denne innenfor de rammene som er satt. Det vil sikre at det foretas en løpende vurdering av hvilke strategier som er hensiktsmessig under ulike markedsforhold. Departementet vil stille krav til rapportering av risiko og avkastning i den aktive forvaltningen, og jevnlig foreta gjennomganger av forvaltningen, jf. omtale nedenfor.

Måling av resultatene fra aktiv forvaltning

Isolert sett er kostnadene ved aktiv forvaltning høyere enn ved passiv forvaltning. 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 netto verdiskaping ved aktiv forvaltning.

Det målet på resultatet fra aktiv forvaltning som vanligvis brukes er likevel differansen mellom fondets brutto avkastning (avkastning før forvaltningskostnader) og referanseindeksens avkastning. Dette kan betegnes brutto meravkastning. Forskjellen på brutto meravkastning og netto verdiskaping ved aktiv forvaltning er illustrert i figur 2.4.

Mens brutto meravkastning følger 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 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 i referanseindeksen. I utgangspunktet kan en derfor forvente at passive aksje- og rentefond i praksis har en lavere avkastning enn referanseindeksen, jf. omtale i boks 2.2.

Det er sannsynlig at Norges Banks transaksjonskostnader ved forvaltningen av SPU har vært høyere enn i mange andre fond på grunn av de store tilførselene til fondet de siste tolv årene og flere utvidelser av fondets referanseindeks med mindre likvide og i noen grad mindre velfungerende markedssegmenter. Finansdepartementet rapporterte for eksempel i Nasjonalbudsjettet 2010 at de samlede kostnadene knyttet til innfasing av ny kapital, oppvekting av aksjeandelen til 60 pst., innfasing av nye framvoksende markeder og innfasing av aksjer i små børsnoterte selskaper til sammen var estimert til 8,7 mrd. kroner. I tillegg kommer transaksjonskostnader knyttet til ordinært vedlikehold av porteføljen. Dette er kost-

nader som det ikke tas hensyn til i referanseindeksene.

Norges Bank har beregnet at fondets kostnader knyttet til investering av ny kapital, endringer i sammensetningen av fondets referanseindeks og rebalanseringer har utgjort rundt 0,10 pst. i gjennomsnitt per år siden 1998. Det påløper også løpende kostnader fordi sammensetningen av referanseindeksen endres kontinuerlig. Denne kostnaden har Norges Bank anslått til 0,04 pst. årlig.

Utlån av verdipapirer innebærer at faktisk portefølje har en inntekt som det ikke er tatt høyde for i beregningen av referanseindeksens avkastning. Norges Bank kan låne ut verdipapirer i porteføljen mot en kompensasjon. Inntekten fra denne aktiviteten er inkludert i tallet for brutto meravkastning. Som årlig gjennomsnitt har fondet hatt inntekter tilsvarende om lag 0,05 pst. av fondets verdi fra utlån av verdipapirer. Både aktive og passive forvaltere kan skaffe inntekter ved slike utlån. Erfaringen fra 2008 og 2009 er at denne aktiviteten ikke er uten risiko. Utlånsaktiviteten krever gode kunnskaper om motparter og om markedet, gode teknologiske løsninger og et solid juridisk rammeverk. På samme måte som øvrige strategier som tar sikte på å skape verdier for fondet, baserer også denne aktiviteten seg på kompetanse hos forvalter. Det er vekselvirkninger mellom denne kompetansen og kompetansen i aktiv forvaltning. I noen grad er det derfor rimeligere å regne utlåsinntekter som merinntekter ved aktiv forvaltning. Denne justeringen er derfor markert med en stiplet linje i figur 2.4.

Basert på bankens anslag på transaksjonskostnader og utlåsinntekter synes referanseindeksens avkastning minus 0,10-0,15 prosentpoeng som et rimelig anslag på avkastningen ved en passiv indeksering av porteføljen.

Mens utlåsinntektene følger av bankens regnskaper, er transaksjonskostnadene siden 1998 basert på anslag. Departementet har bedt konsultentselskapet Mercer innhente avkastningstall for passive globale aksje- og obligasjonsfond. Selv om resultatene av de passivt forvaltede fondene i boks 2.2 ikke er direkte sammenliknbare med SPU, underbygger de etter departementets syn bankens anslag om resultatet av en tenkt passiv forvaltning.

Som det framgår av figur 2.4 krever en omregning fra brutto meravkastning til netto verdiskaping ved aktiv forvaltning at en også anslår hvor mye høyere forvaltningskostnadene har vært som følge av aktiv forvaltning. Norges Bank har på usikkert grunnlag anslått at om lag halvparten av

Boks 2.2 Avkastning i passivt forvaltede fond

Indekserte aksjefond

Finansdepartementet har bedt konsulentselskapet Mercer analysere resultatene i globale passive aksjefond. Mercer rangerer kapitalforvaltere etter fire faste kriterier: investeringsfilosofi, porteføljekonstruksjon, implementering og selskapsstyring. Avkastningen i de tre globale passivt forvaltede fondene som i slutten av 2009 var rangert høyest av Mercer er analysert her.

Analysen viser at de tre fondene i gjennomsnitt har oppnådd en avkastning som er lavere enn referanseindeksen i perioden 2005-2009. Denne mindreakstningen understøtter Norges Banks anslag i brev til Finansdepartementet 23. desember 2009 om mindreakstning i passivt forvaltede fond som følge av blant annet transaksjonskostnader.

De tre aksjefondene er alle forvaltet med utgangspunkt i en global aksjeindeks med om lag 1500 aksjer fordelt på 23 utviklede markeder (MSCI World). Sammenliknet med denne indeksen har SPU's aksjeindeks en høyere andel aksjer i Europa. Europeiske aksjer utgjør om lag 35 pst. av MSCIs indeks og hele 50 pst. av SPU's aksjeindeks. Det er av betydning fordi Mercers tall også viser at passive forvaltere i europeiske aksjer har gjort det vesentlig dårligere enn forvaltere i det amerikanske markedet.

To andre viktige forskjeller er at mens MSCI World dekker store og mellomstore selskaper i

utviklede markeder, har SPU's indeks en andel framvoksende markeder på om lag 10 pst. og en andel små selskaper på om lag 10 pst. Disse forskjellene forventes å gjøre det vanskeligere å oppnå indeksavkastning i SPU fordi forskjellen på kjøps- og salgskurser og dårligere likviditet taler for høyere transaksjonskostnader.

Et fellestrekk ved de tre fondene i Mercers studie er at de benytter flere strategier for å øke avkastningen, inklusive utlån av verdipapirer og avvik fra referanseindeksens sammensetning. Dette er altså ikke fond som følger indeksen slavisk, men fond som er mer sammenliknbare med det som i dette kapitlet omtales som strategier for forvaltning av markedsporteføljen. Fondene har en lav realisert relativ volatilitet og et mål om å ikke avvike med mer enn +/- 0,5 pst. fra referanseindeksens avkastning.

Tabell 2.2 viser at de tre fondene i gjennomsnitt har oppnådd en avkastning som er 0,16 prosentpoeng lavere enn indeksavkastningen de siste fem årene. Det vil si at hvis SPU hadde investert en tredjedel av fondets aksjeportefølje i hvert av de tre fondene, ville fondets faktiske avkastning vært om lag 0,16 prosentpoeng lavere enn referanseindeksen før honorarer til forvalterne (forvaltningskostnader). Til sammenlikning var faktisk meravkastning i aksjeporteføljen 0,45 prosentpoeng i samme periode.

Tabell 2.2 Gjennomsnittlig brutto meravkastning og realisert relativ volatilitet for de høyest rangerte passive aksjeforvalterne i perioden 2005-2009. Meravkastning målt mot MSCI World Free, før forvaltningshonorar. Prosentpoeng

	Gjennomsnittlig brutto mer- avkastning per år	Årlig realisert relativ volatilitet	Realisert relativ volatilitet i 2009
Legal & General – World Equity Index Fund	0,09	0,13	0,04
State Street Global Advisors – MSCI World Index	-0,21	0,14	0,19
BlackRock – World Index Fund	-0,36	0,13	0,22
<i>Gjennomsnitt</i>	<i>-0,16</i>		

Kilde: Mercer

Boks 2.2 (forts.)

Indekserte obligasjonsfond

SPUs obligasjonsindeks er basert på Barclays Capital Global Aggregate Bond Index. Denne inneholder både statsgaranterte og ikke-statsgaranterte obligasjoner. Mange obligasjoner omsettes ikke på en børs, en del av obligasjonene i indeksen omsettes sjelden og noen holdes av andre investorer i hele obligasjonens levetid. Det er derfor vanskelig for passive obligasjonsforvaltere å gjenspeile indeksen. Transaksjonskostnadene varierer og påvirker forvalters evne til å levere et rimelig indeksprodukt. Mercer har derfor ikke kunnet gi eksempler på fond som forvaltes passivt basert på en indeks som tilsvarer SPUs referanseindeks for obligasjoner.

Mercers har i stedet oppgitt avkastningstall for fond som forvaltes passivt ut fra en global statsobligasjonsindeks. I likhet med de best rangerte passive aksjeforvalterne leverer også de best rangerte passive obligasjonsforvalterne en

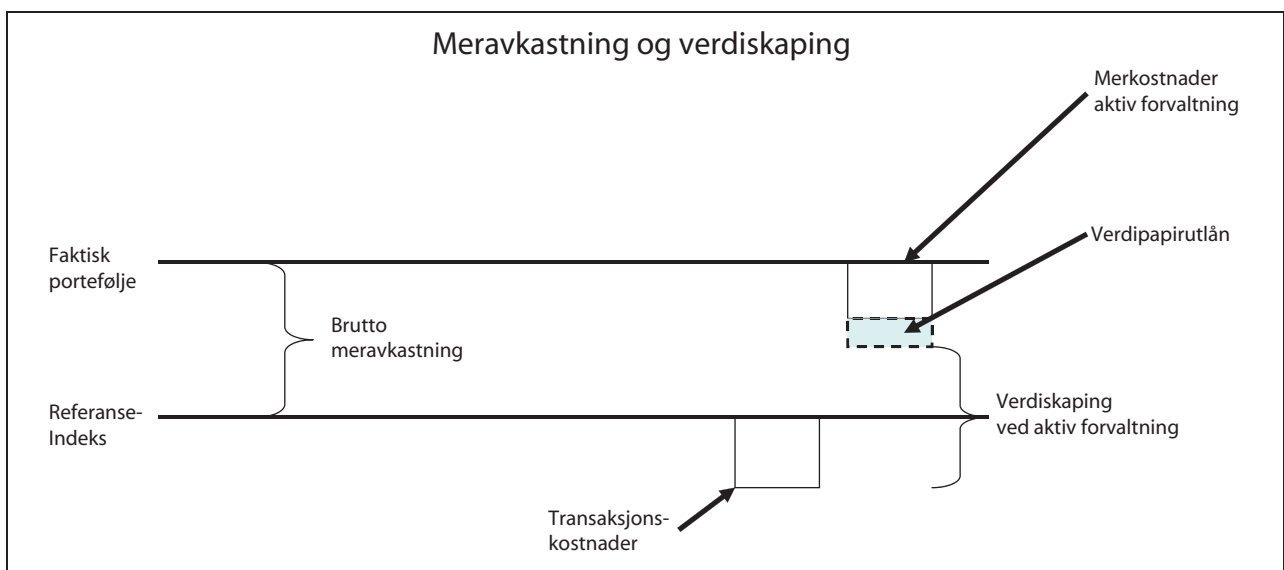
avkastning de siste årene som er lavere enn referanseindeksen. De siste tre årene, som er den perioden hvor data er tilgjengelig for alle de tre forvalterne, har avkastningen i gjennomsnitt vært 0,03 prosentpoeng lavere enn av referanseindeksen. Variasjonene mellom fondene er betydelige. Det beste fondet hadde en meravkastning på 0,04 prosentpoeng og det dårligste en mindrevkastning på 0,12 prosentpoeng.

Avkastningstallene i Mercers studie er brutto meravkastningstall før honorar til forvalter. Mercers årlige studie av forvaltningskostnader (Mercer's asset manager fee survey 2008) viser forvaltningshonorarer for beløp opp mot tre milliarder kroner. Det er vanskelig å sammenlikne disse kostnadstallene med SPU på grunn av store forskjeller i størrelsen på forvaltet kapital. Kostnadstallene i analysen fra CEM Benchmarking, som er omtalt et annet sted i avsnitt 2.3.5, gir et bedre grunnlag for å anslå kostnadene ved passiv forvaltning.

forvaltningskostnadene på i gjennomsnitt 0,10 pst. per år er knyttet til aktiv forvaltning.

Finansdepartementet benytter det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc (CEM) til å utarbeide sammenlikninger av SPU med andre store fond internasjonalt, jf. omtale i kapittel 13. CEMs studie gjør det også mulig å sammenlikne

forvaltningskostnader ved aktiv og passiv forvaltning i andre store fond internasjonalt. CEM deler forvaltningskostnadene i kostnader til nødvendige støttefunksjoner og forvaltningskostnader som er direkte knyttet til betaling for investeringsvirksomhet. Kostnader til støttefunksjoner inkluderer ulike fellesfunksjoner, depottjenester, regn-



Figur 2.4 Brutto meravkastning og netto verdiskaping ved aktiv forvaltning

Kilde: Finansdepartementet

Tabell 2.3 Direkte forvaltningskostnader ved passiv forvaltning i 2008. Kostnader i sammenliknbare fond. Basispunkter (hundredels prosent).

	Aksjer		Obligasjoner	
	Intern	Ekstern	Intern	Ekstern
Median-kostnad	0,6	3,7	0,9	3,2

Kilde: CEM Benchmarking Inc.

skap m.m. Norges Banks kostnader til støttefunksjoner utgjorde 0,03 pst. i 2008. Dette er kostnader som i stor grad vil påløpe selv om banken valgte å sette selve investeringsoppgaven ut til eksterne passive forvaltere. Norges Banks kostnader til støttefunksjoner var i 2008 høyere enn mediankostnaden i andre fond, som var i underkant av 0,02 pst.

Kostnadene knyttet direkte til investeringsvirksomhet i fondet utgjorde 0,08 pst. av verdien av SPU i 2008. Medianverdiene for kostnader knyttet direkte til investeringsvirksomhet i andre fond er gjengitt i tabell 2.3. Medianverdien for direkte forvaltningskostnader ved ekstern passiv aksjeforvaltning er i underkant av 0,04 pst., mens mediankostnaden ved intern passiv aksjeforvaltning er under 0,01 pst. Mediankostnadene ved passiv forvaltning av obligasjoner er i størrelsesorden like store.

Basert på CEMs tall for 2008 synes derfor en samlet forvaltningskostnad, som inkluderer både kostnaden knyttet til nødvendige støttefunksjoner og de direkte kostnadene knyttet til investeringsvirksomhet, i intervallet 0,03 – 0,06 pst. å være et rimelig anslag for en tenkt passiv forvaltning. Basert på en slik tilnærming synes altså Norges Banks anslag om en merkostnad ved aktiv forvaltning siden 1998 på om lag 0,05 pst. rimelig.

Norges Bank viser i sin årlige rapport om forvaltningen av SPU i 2010 at deres anslag på netto verdiskaping i aktiv forvaltning er i størrelsesorden den samme som, eller noe høyere enn den rapporterte brutto meravkastningen på 0,25 prosentpoeng. Det er basert på en faktisk avkastning som er 0,15 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.

Norges Bank rapporterer brutto meravkastning som et mål på resultatene fra aktiv forvaltning. Dette suppleres med estimater på netto verdiskaping ved aktiv forvaltning. Selv om brutto

meravkastning bare er et tilnærmet mål på resultatet av aktiv forvaltning, vil også departementet legge mest vekt på dette tallet i tiden framover. Det er flere grunner til det.

- Brutto meravkastning er veldefinert, forholdsvis enkelt å måle og basert på fondets regnskaper. Netto verdiskaping vil være basert på en tenkt passiv forvaltning og derfor nødvendigvis omfatte skjønnsmessige anslag.
- Brutto meravkastning et vanlig mål på meravkastning som også benyttes av andre fond internasjonalt. Det er derfor et godt utgangspunkt for å sammenlikne resultatene med andre fond.
- Beregninger av Norges Banks netto verdiskaping så langt gir ikke grunn til å tro at det har vært store eller systematiske forskjeller mellom de to måtene å måle fondets meravkastning på.

Departementet vil også framover legge vekt på å holde både transaksjonskostnader og forvaltningskostnader på et akseptabelt nivå. I tråd med dette vil en fortsatt måle og sammenlikne fondets forvaltningskostnader med andre fond og rapportere om dette til Stortinget. Disse sammenlikningene har så langt vist at fondet har lavere kostnader enn andre fond. Ved at referanseindeksens avkastning ikke justeres for faktiske transaksjonskostnader gis det også insentiver til Norges Bank til å minimere fondets transaksjonskostnader.

En forventning om meravkastning over tid

Finansdepartementet har i forskriften om Norges Banks forvaltning av SPU formulert en målsetting om meravkastning. I § 2 i forskriften står det:

«Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning på plasseringen i utenlandsk valuta innenfor de plasseringsrammer som følger av forskriften og retningslinjer gitt i medhold av denne.»

Departementet har vurdert om ambisjonene for resultatene i den aktive forvaltningen bør tallfestes. Norges Bank har pekt på at et uttalt mål om høyest mulig avkastning innenfor en ramme for aktiv forvaltning kan bedre kvaliteten i flere deler av deres virksomhet. Det inkluderer bankens oppgave med å plassere ny kapital i markedet, vedlikehold av porteføljen, den aktive forvaltningen, eierskapsutøvelsen og rådgivningen overfor Finansdepartementet om fondets langsiktige investeringsstrategi. Når dette målet nedfelles som for-

ventninger til alle ansatte, medfører det at alle må bidra til å øke kvaliteten på forvaltningen.

Ang, Goetzmann og Schaefer skriver at dagens ramme, med en øvre grense for forventet relativ volatilitet, i liten grad oppfordrer Norges Bank til å drive aktiv forvaltning. De mener at det kan ha bidratt til at banken har kapasitet til aktiv forvaltning som de ikke utnytter. Professorene foreslår det settes et måltall, snarere enn en øvre ramme, for forventet relativ volatilitet.

Departementet har vurdert om det bør settes et slikt mål eller intervall for forventet relativ volatilitet. Et slikt intervall vil ha både en øvre og nedre grense. Det vil derfor oppfordre til en stabil utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet. Som omtalt over kan det være uheldig dersom forvalter oppfordres til å unngå en for lav forventet relativ volatilitet. Erfaringsmessig har finansmarkedet vekslet mellom perioder med store og små svingninger. Dersom perioder med lav volatilitet også gir lav forventet avkastning, kan det være uheldig å oppfordre til å øke avvikene fra referanseindeksen for å opprettholde et nivå på relativ volatilitet nettopp når avkastningsmulighetene synes begrensede. Et smalt intervall kan bety at en systematisk tar mer risiko når betalingen for å ta risiko er lavest. Problemet forsterkes dersom betydelige deler av avvikene fra referanseindeksen innebærer eksponering mot systematiske risikofaktorer som i liten grad fanges opp av forventet relativ volatilitet alene fordi negative utslag opptrer sjelden.

Etter departementets syn er det mest hensiktsmessig å uttrykke ambisjonene for den aktive forvaltningen av fondet ved å tallfeste en forventning til netto verdiskaping ved aktiv forvaltning over tid. Fondets netto verdiskaping ved aktiv forvaltning bør samtidig ses i forhold til rammen for avvik fra referanseindeksen.

Norges Banks ambisjon om en årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning på 0,25 pst. i gjennomsnitt var opprinnelig basert på en øvre grense for forventet relativ volatilitet på 1,5 pst. Når det nå legges opp til strammere rammer for den aktive forvaltningen er det naturlig å vurdere om departementet bør tallfeste en forventning til årlig netto verdiskaping i underkant av ¼ pst.

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

- Norges Banks egen målsetting: Norges Bank skriver i sitt brev at de har et mål om en netto årlig verdiskaping fra aktiv forvaltning på 0,25 prosentpoeng. I dagens retningslinjer fra ho-

vedstyret til leder av NBIM er det satt en begrensning for utnyttelsen av rammen for relativ volatilitet på 75 pst. av den øvre rammen. Det betyr i realiteten at NBIM med en øvre grense for relativ volatilitet på 1,1 pst. forventer en netto verdiskaping på 0,25 pst.

- Erfaring fra aktiv forvaltning hos andre forvaltere: Med en risiko i den aktive forvaltningen tilsvarende en relativ volatilitet på 1 pst. vil en brutto meravkastning på 0,25 per år normalt bli vurdert som et godt resultat, men dette må vurderes over en relevant horisont og ses i forhold til om relativ volatilitet er et godt uttrykk for risiko.
- Oppnådde resultater: Siden 1998 har Norges Bank oppnådd en årlig netto verdiskaping på 0,25 pst. i gjennomsnitt. De supplerende rammene for risiko i aktiv forvaltning som det nå legges opp til vil i særlig grad avgrense fondet fra noen av de strategiene som tidligere ble benyttet i forvaltningen av fondets obligasjonsportefølje. Samlet sett har disse strategiene ikke bidratt til meravkastning siden 1998.

Etter en samlet vurdering har departementet kommet til at det bør forventes en årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning på om lag ¼ pst. i gjennomsnitt over tid. Oppnådd meravkastning må samtidig vurderes ut fra den risikoen som er knyttet til denne aktiviteten. Dersom Norges Bank bare utnytter deler av rammen for aktiv forvaltning, bør også et noe lavere resultat kunne anses å være tilfredsstillende. Som beskrevet over vil det som en tilnærming bli målt som brutto meravkastning, dvs. forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen.

Når en regner over lange tidsperioder, vil en meravkastning på om lag ¼ prosenpoeng per år utgjøre et betydelig bidrag til den samlede avkastningen av fondet. Med dagens størrelse på fondet tilsvarer det 5-6 mrd. kroner per år.

Aktiv forvaltning forventes bare å gi en moderat økning av fondets samlede risiko over tid. Målt ved fondets standardavvik, som er et vanlig mål på risiko, har aktiv forvaltning bare i begrenset grad økt fondets risiko siden 1998. Realisert volatilitet i den faktiske porteføljen i hele perioden 1998-2009 var 7,6 pst. mot 7,1 pst. i referanseindeksen. Dette er illustrert i figur 3.8, som viser små avvik i risiko målt ved standardavvik for referanseindeksen og faktisk portefølje også over kortere tidsrom, med unntak av de siste to årene. Erfaringen fra de siste 12 årene er at den rapporterte meravkastningen

var høy og stabil i mange år, men med store utslag i 2008 og 2009. Dette må ses i lys av de spesielle markedsforholdene under finanskrisen. Eksponering mot systematiske risikofaktorer kjennetegnes i mange tilfeller av en slik skjev profil i oppnådde resultater over tid. Selv om det legges til grunn en forventning om meravkastning ved aktiv forvaltning over tid, må en være forberedt på perioder med mindreavkastning.

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 videreføring av et visst innslag av aktiv forvaltning er regelmessige og brede gjennomganger av den aktive forvaltningen. Slike gjennomganger kan føre til at omfanget av aktiv forvaltning justeres både opp og 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 Norges Bank utnytter potensielle vekselvirkninger mellom eierskapsutøvelsen og den aktive forvaltningen.

Departementet vil legge opp til slike regelmessige gjennomganger av den aktive forvaltningen i begynnelsen av hver stortingsperiode. Et intervall på fire år synes rimelig sett i lys av at resultatene må vurderes over tid. Et opplegg med regelmessige gjennomganger reduserer behovet for mer ad hoc-pregede gjennomganger i etterkant av perioder med svake resultater. Samtidig legges det på en bedre måte til rette for forankring av denne delen av forvaltningen av fondet.

2.3.6 Videre arbeid med systematiske risikofaktorer

Ang, Goetzmann og Schaefer anbefaler at det legges større vekt på arbeidet med fondets eksponering mot systematiske risikofaktorer. Professorene viser at den aktive forvaltningen av fondet har gitt fondet eksponering mot systematiske risikofaktorer. De mener at dette alt i alt har bedret fondets resultater og at et fond som SPU bør ha eksponering mot slike faktorer, fordi det er en måte å utnytte fondets særtrekk på.

Departementet deler vurderingen av at systematiske risikofaktorer bør vies større oppmerksomhet i forvaltningen av fondet. Det bør blant annet vurderes om det er noen risikofaktorer fondet

ikke bør ha eksponering mot, eller om det er noen faktorer som fondet i dag ikke har eksponering mot, men som burde inngå i fondets investeringer. Bakgrunnen for slike vurderinger vil være analyser av avkastnings- og risikoegenskapene til risikofaktorene. I kapittel 7 er flere risikofaktorer beskrevet ved hjelp av historisk utvikling. Analysen viser for eksempel at noen av faktorene historisk har hatt en høyere sannsynlighet for svært lav avkastning enn svært høy avkastning, og at noen faktorer gir negativ avkastning samtidig med at aksjemarkedet faller. Dette er egenskaper som vil kunne påvirke fondets samlede resultater dersom eksponeringen blir betydelig.

Spørsmålet om det er noen nye faktorer som fondet burde ha eksponering mot henger nøye sammen med tilrådingen fra professorene om å legge vekt på analyser av systematisk risiko i arbeidet med å vurdere ytterligere risikospredning i fondets referanseindeks.

Ang, Goetzmann og Schaefer mener at Finansdepartementet bør endre fondets referanseindeks slik at eksponering mot systematiske risikofaktorer i størst mulig grad bygges inn i indeksen. Rollen til aktiv forvaltning blir etter dette over- og undervektning av ulike risikofaktorer, eksponering mot faktorer som av ulike årsaker ikke er inkludert i referanseindeksen, samt en viss rolle for posisjoner basert på analyse av enkeltselskaper.

Etter departementets syn kan en slik omlegging av referanseindeksen ha flere fordeler. Eksponering mot systematiske risikofaktorer kan være en måte å utnytte fondets fortrinn på for å oppnå en høyere avkastning for den risikoen som tas i fondet. Det vil derfor være forenelig med departementets uttalte målsetting om å videreutvikle fondets investeringsstrategi med sikte på å bedre risikospredningen i fondet ytterligere og å utnytte fondets fortrinn bedre. Finansdepartementet vil i tilfelle kunne drøfte eksponeringen mot slike faktorer og konsekvensene for fondets forventede avkastning og risiko i meldinger til Storinget, på samme måte som en tidligere har drøftet konsekvensene av for eksempel økt aksjeandel. En utvidelse av referanseindeksen med eksponering mot systematiske risikofaktorer kan også gjøre det enklere å evaluere resultatene i den aktive forvaltningen.

Samtidig mener departementet at hensynet til at fondets investeringsstrategi må være godt faglig forankret taler for at det er for tidlig å ta stilling til hvorvidt systematiske risikofaktorer skal inkluderes i referanseindeksen. Det er et behov for å utrede nærmere hvilke faktorer som bør inkludere

res, hvilken eksponering som i så fall er ønskelig, og hvordan fondet skal få eksponering mot disse faktorene.

I andre sammenhenger har departementet vurdert det som en fordel at en i utviklingen av fondets investeringsstrategi har kunnet lære av andres erfaringer. Etter hva departementet er kjent med, er det ikke noen andre større fond i verden som har utformet sin investeringsstrategi basert på å inkludere systematiske risikofaktorer i referanseindeksen på den foreslåtte måten. Det understøtter etter departementets syn behovet for å bruke noe mer tid på å utrede spørsmålet om en alternativ referanseindeks.

Selv om det lenge har vært faglig anerkjent at det finnes flere systematiske risikofaktorer i markedet, er det usikkerhet knyttet til hvilke faktorer dette er og hvor stabile de er. Noen av faktorene er godt dokumentert i historiske avkastningstall, men mangler en anerkjent teoretisk forklaring. Andre faktorer har en viss teoretisk forankring, mens det synes usikkert hvor vedvarende avkastningen knyttet til dem faktisk er.

Ang, Goetzmann og Schaefer mener det er mulig å utvikle gode, investerbare indekser for systematiske risikofaktorer. Samtidig skriver de at det ligger utenfor rammen av deres oppdrag å foreslå en ny referanseindeks for fondet, og at det er behov for å utrede en overgang til en ny referanseindeks nærmere. Departementet er enig i dette.

Dersom referanseindeksen skal endres i tråd med forslaget fra Ang, Goetzmann og Schaefer, må det først etableres nye indekser for de aktuelle risikofaktorene som er egnet for investeringer i stor skala. For mange av faktorene finnes det ikke slike indekser i dag.

Selv en passiv forvaltning av eksponering mot systematiske risikofaktorer vil antakelig måtte involvere belåning av porteføljen, bruk av derivater og short-posisjoner og økt transaksjonsvolum sammenliknet med en tradisjonell referanseindeks. Dette kan øke kostnadene ved å følge referanseindeksen. Det stiller også høye krav til risikostyringen i fondet og taler for å vurdere operasjonelle forhold nøye.

Det vil videre være behov for å utrede konsekvensene av en mer komplisert referanseindeks for ansvars- og rolledelingen mellom departementet og Norges Bank. Erfaringene fra finanskrisen understreker behovet for at risikoen ved fondets investeringer er godt forstått og akseptert i allmennheten. Det må derfor også vurderes hvor lett det vil være å kommunisere strategier som

bygger på systematisk eksponering mot risikofaktorer.

Departementet vil komme tilbake til spørsmålet om en eventuell omlegging av fondets referanseindeks i tråd med anbefalingene fra forskerne i den årlige meldingen om forvaltningen av fondet våren 2011. Departementet tar sikte på å vurdere en slik tilnærming i samarbeid med andre store fond internasjonalt.

I lys av både Norges Banks brev og rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer er det uansett behov for å vurdere alternative referanseindekser for fondets obligasjonsinvesteringer, ettersom begge peker på svakheter ved dagens indeks.

Ved en videreføring av dagens referanseindeks og en ramme for aktiv forvaltning, slik departementet nå legger opp til, bør eksponering mot systematiske risikofaktorer uansett få større oppmerksomhet. Eksponeringen mot systematiske risikofaktorer i den aktive forvaltningen må måles, styres og kommuniseres. Norges Bank har allerede inkludert eksponering mot systematiske risikofaktorer i sitt nye rammeverk for måling og styring av risiko. Det vil også være et krav i de nye retningslinjene for forvaltning av fondet som departementet har varslet.

2.4 Aktiv forvaltning av SPN

I Finansdepartementets brev til Folketrygdfondet 18. desember 2009 ba departementet om en vurdering av relevansen for SPN av de fire rapportene som er mottatt i forbindelse med evalueringen av den aktive forvaltningen i SPU. Departementet pekte på at det vil være naturlig at en i den forbindelse ser på eventuelle forskjeller mellom SPU og SPN blant annet når det gjelder særtrekk, investeringsunivers, eierandeler og kjennetegn ved markedsplassen. Folketrygdfondet svarte i brev til Finansdepartementet 29. januar 2010. Brevet følger som vedlegg 2 til denne meldingen. Folketrygdfondet har oppsummert sine vurderinger slik:

- «Et lite likvid og volatilt norsk kapitalmarked skaper andre utfordringer for en stor aktør enn i et langt mer likvid globalt marked. Dette gjelder blant annet hensynet til markedets funksjonsmåte.
- For å oppnå en indeksnær portefølje kreves aktive investeringsvalg selv ved passiv forvaltning. Dette fordrer også god kompetanse og innebærer kostnadsnivå omlag på samme nivå for passiv som for aktiv forvaltning.

- Som stor aksjonær i norske selskaper anses eierskapsrollen å bli betydelig bedre ivare tatt gjennom en aktiv forvaltning av porteføljen.
- Faktorbaserte referanseindekser anses lite egnet for en stor investor i det norske markedet. Med utgangspunkt i få observerbare faktorer anses det som lite realistisk å kunne etablere en hensiktsmessig referanseportefølje basert på kjente systematiske faktorer.

Vi mener at aktiv forvaltning av SPN også framover vil være den beste måten å skape merverdier på. Gjennom ansvarsbevisst investeringsvirksomhet og god eierskapsoppfølging vil Folketrygdfondets investeringsfilosofi best bidra til å sikre fondets finansielle verdier på lang sikt og et velfungerende finansmarked.»

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

2.5 Videre arbeid med investeringsstrategien

2.5.1 Hovedinnretning

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

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

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

ningslinjer for investeringer i fast eiendom. Disse er nærmere omtalt i avsnitt 2.5.2.

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

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

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

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

fondets investeringsstrategi og gi innspill til temaer som departementet kan utrede nærmere. På den måten vil evalueringen kunne gi innspill til det langsiktige arbeidet med å videreutvikle fondets investeringsstrategi.

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

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

2.5.2 Eiendomsinvesteringer

Det er tidligere besluttet å investere inntil 5 pst. av midlene i SPU i fast eiendom, jf. St.meld. nr. 16 (2007–2008). Eiendom er den tredje største aktivklassen internasjonalt etter aksjer og obligasjoner. Sentrale elementer i begrunnelsen for å inkludere eiendom i SPU var å spre risikoen i fondet ytterligere, høste premier fra investeringer i mindre omsettelige aktiva samt å øke fondets investeringer i realaktiva, for på den måten å bevare fondets internasjonale kjøpekraft best mulig.

Etter Stortingets behandling av St.meld. nr. 16 (2008–2009) har departementet arbeidet videre med å få på plass nærmere regler for eiendomsinvesteringene, jf. blant annet omtalen i Nasjonalbudsjettet 2010. Sentrale elementer i de nye reglene for eiendomsinvesteringer er avkastningskrav, risikorammer og rapporteringskrav. I arbeidet med retningslinjene har departementet blant annet motatt råd fra det sveitsiske selskapet Partners Group. Rådene fra Partners Group har tatt utgangspunkt i beste praksis i store internasjonale fond.

Finansdepartementet fastsatte retningslinjer for investering i fast eiendom 1. mars i år. Parallelt med dette arbeides det med regler for forvaltningen av SPU, jf. omtalen i avsnitt 4.2. De separate reglene for eiendom som trådte i kraft 1. mars vil bli innarbeidet i de samlede reglene for SPU.

Reglene fastsetter at Norges Bank skal plassere inntil 5 pst. av SPU i en egen eiendomsportefølje. Når eiendomsporteføljen nærmer seg 5 pst. vil svingninger i verdien av eiendomsporteføljen i forhold til verdien av resten av fondet gjøre det nødvendig å fastsette rammer for avvik. Departementet vil komme tilbake til dette spørsmålet.

Reglene åpner for at eiendomsporteføljen kan investeres i både notert og unotert eiendom, samt i obligasjoner og derivater knyttet til eiendom. Reglene for investeringene er prinsippbasert. Hovedlinjene trekkes opp i departementets regler. Disse må deretter fylles ut gjennom interne regler og rammer i Norges Bank. Det ligger dermed et betydelig ansvar på Norges Bank for utforming av de spesifikke reglene og rammene. Samtidig pålegges Norges Bank omfattende rapporteringskrav.

For aksje- og obligasjonsporteføljen i SPU er Finansdepartementets valg av referanseindekser et sentralt element i departementets risikostyring, fordi det er gitt retningslinjer for hvor mye Norges Bank i den aktive forvaltningen kan avvike fra indeksene. Referanseindeksene er også et viktig utgangspunkt for målingen av Norges Banks resultater i den aktive forvaltningen.

Det vil derimot ikke være mulig å drive passiv forvaltning av unotert eiendom ved å sette sammen en portefølje som er lik eiendomsindeksen, fordi det som regel ikke er mulig å kjøpe en andel av eiendommene i indeksen på tilsvarende måte som en kjøper aksjer i selskapene som inngår i aksjeindeksene. Indeksene for eiendom er heller ikke like representative for det totale markedet. Det gir dermed verken mening å skille mellom aktiv og passiv forvaltning, eller å bruke eiendomsindekser for å styre fondets risiko i eiendomsporteføljen. Eiendomsinvesteringene vil derfor være aktivt forvaltet.

Selv om eiendomsindeksene har svakheter, vil avkastningen av en global eiendomsindeks være det beste tilgjengelige utgangspunktet for å vurdere hvor god avkastningen i fondets eiendomsportefølje har vært. Departementet har derfor valgt en spesialtilpasset utgave av den globale eiendomsindeksen til den engelske indeksleverandøren International Property Databank (IPD) som et avkastningsmål for SPU's eiendomsportefølje.

Departementet har ved fastsettelsen av avkastningsmålet lagt til grunn at omfanget av eiendomsporteføljen investeringer i noterte eiendomsselskaper over tid blir begrenset. Dersom denne forutsetningen endres, vil departementet vurdere å benytte en indeks av noterte eiendomsselskaper som avkastningsmål for den noterte delen av porteføljen.

føljen. Norges Bank skal i henhold til retningslinjene gitt av departementet fastsette en flerårig strategiplan som viser hvordan banken skal oppnå høyest mulig netto avkastning (etter kostnader) for eiendomsinvesteringene innenfor regelverket.

Reglene stiller krav om at risikoen i eiendomsporteføljen skal spres. Det er satt et generelt krav om å spre investeringene geografisk, over sektorer og over typer av eiendom og tilhørende finansielle instrumenter. Før investeringene kan starte opp, vil departementet fastsette en strategisk land- og sektorfordeling med rammer for eksponeringsavvik. I tillegg vil banken bli pålagt å begrense risikoen gjennom rammer for blant annet investeringer i framvoksende markeder, eiendom under utvikling og hvor store investeringer som kan foretas et enkelt år. Det skal også settes rammer for hvilken gjeldsgrad som kan være knyttet til investeringene.

Hoveddelen av eiendomsinvesteringene forventes å skje gjennom unoterte fond og selskapsstrukturer. På samme måte som for selskapene i SPU aksjeportefølje vil disse eiendomsinstrumentene kunne ha gjeldselementer. Gjeldsgraden vil blant annet avhenge av økonomiske, reguleringsmessige og skattemessige forhold. I de tilfeller Norges Bank er med og etablerer et konkret instrument, kan banken påvirke gjeldsgraden. I retningslinjene er det et krav om at investeringene ikke skal belånes med det formål å øke eksponeringen mot risikable aktiva. Belåning av eiendomsporteføljen skal kun foretas med sikte på effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget. Dette innebærer blant annet at banken må ha mulighet til å investere i etablerte strukturer hvor belåning er normal praksis.

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). Departementets regler for eiendomsinvesteringene setter særskilte krav til hvilke land unoterte selskaper og fond kan være etablert i. De skal være etablert i OECD-land, i land som Norge har skatteavtaler med eller land som Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra.

For å begrense risikoen er det også et krav om at banken foretar en grundig investeringsgjennom-

gang («due diligence») av enkeltinvesteringer der ulike typer risiko kartlegges og dokumenteres.

Retningslinjene slår fast at banken skal integrere hensyn til miljø, god virksomhetsstyring og samfunnsmessige forhold i eiendomsforvaltningen. Innenfor miljøområdet pålegges banken å legge vekt på blant annet energieffektivitet, vannforbruk og avfallshåndtering.

Det er etablert særskilte innfasingsregler for eiendomsinvesteringene, som blant annet setter krav til at banken skal søke å fordele investeringene over flere år og over relevante risikofaktorer. Det må forventes at kapasitetsbegrensninger vil gjøre at porteføljen i starten vil være konsentrert om enkelte eiendomsmarkeder. Et eksempel på en kapasitetsbegrensning er tilgangen på dyktige forvaltere med lokalkunnskap. Det er forventet at det vil ta mange år for banken å bygge opp en eiendomsportefølje som utgjør 5 pst. av fondets samlede kapital. Regelverket fastsetter at innfasingstakten skal bestemmes ut fra bankens langsiktige forventninger om avkastning og risiko i kapitalmarkedene. Det må forventes at en i løpet av innfasingsperioden kan justere reglene etter hvert som en vinner erfaring med dette nye investeringsområdet. Når innfasingen er gjennomført, legger departementet opp til å evaluere bankens eiendomsforvaltning i denne perioden.

2.5.3 Arbeidet med ansvarlige investeringer

I 2008 gjennomførte Finansdepartementet en bred evaluering av de etiske retningslinjene for SPU. Resultatene ble presentert for Stortinget i fjorårets melding. For å styrke fondets ansvarlige investeringspraksis har departementet iverksatt flere nye tiltak. I den sammenheng er det lagt vekt på faktorer som kan påvirke den langsiktige avkastningen, herunder god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i alle deler av forvaltningen. Departementet har blant annet satt i gang et nytt investeringsprogram for miljørettede investeringer og deltar i et forskningsprosjekt som skal vurdere nærmere hvordan klimautfordringene kan påvirke finansmarkedene. Arbeidet med eierskapsutøvelse og uttrekk er også styrket i tråd med ambisjonen om påvirkning til en bærekraftig utvikling. Dette ble nedfelt i nye regler for ansvarlig investeringspraksis, innført 1. mars i år, som presenteres i denne meldingen. De nye reglene erstatter de etiske retningslinjene som ble fastsatt 19. november 2004. Stortinget ga sin tilslutning til Regjeringens opplegg, jf. Innst. S. nr. 277 (2008-2009) avsnitt 3.2.

I boks 1.1 i St.meld. nr. 20 (2008-2009) ble det gitt en samlet oversikt over resultatene av evalueringen av de etiske retningslinjene. Oppfølgingen av resultatene er beskrevet på ulike steder i denne meldingen. I boks 2.3 gir departementet en samlet oversikt over tiltak og gjennomføringen av tiltak samt referanser til hvor i meldingen de er omtalt.

2.5.4 Nye investeringsprogrammer

Regjeringen la i St.meld. nr. 20 (2008–2009) opp til at det etableres et nytt investeringsprogram rettet mot miljørelaterte investeringsmuligheter. Det skulle også vurderes om en på en hensiktsmessig måte kan etablere et investeringsprogram for investeringsmuligheter innenfor bærekraftig vekst i framvoksende markeder.

En forutsetning for de nye investeringsprogrammene er at de må kunne gjennomføres med utgangspunkt i fondets rolle som finansiell investor, med de krav til avkastning og risiko som følger av dette. Gjennom slike investeringer kan en utnytte fondets særtrekk som en langsiktig og bredt diversifisert investor, samtidig som en kan bygge opp spesialisert kompetanse innenfor områder i vekst. Disse initiativene henger også godt sammen med fondets rolle som ansvarlig investor, hvor et overordnet mål er å sikre langsiktig finansiell avkastning ved å bidra til bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand.

For miljøprogrammet er det åpnet for at investeringene kan gjøres i delmarkeder innen infrastruktur og unoterte aksjer, og i et utvalg noterte aksjer eller obligasjoner basert på miljøkriterier. For investeringsprogrammet rettet mot bærekraftig vekst i framvoksende markeder vil en blant annet vurdere investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur.

Det ble lagt til grunn at det samlede beløpet for disse investeringsprogrammene kan bli på om lag 20 mrd. kroner, investert over en femårsperiode. Regjeringen la i Nasjonalbudsjettet 2010 opp til investeringer basert på miljøkriterier på om lag 4 mrd. kroner i løpet av 2010. Det ble pekt på at det er naturlig at slike investeringer i første omgang gjøres i allerede tillatte instrumenter og markeder, som noterte aksjer og obligasjoner. Slike investeringer vil i begrenset grad skille seg fra dagens investeringer når det gjelder operasjonelle utfordringer, og vil derfor kunne gjennomføres relativt raskt.

I Nasjonalbudsjettet 2010 ble det vist til at departementet har foretatt en foreløpig kartlegging av investeringsmuligheter innenfor miljøprogrammet og funnet flere muligheter med klart definerte miljøkriterier innenfor fondets eksisterende investeringsunivers. Det ble nevnt tre muligheter:

- *Miljøobligasjoner.* Investeringer i obligasjoner som utelukkende skal finansiere miljøvennlige prosjekter.
- *Miljørelaterte aksjeindekser.* Investeringer etter en aksjeindeks der selskapenes vekter er påvirket av miljøkriterier.
- *Aktiv forvaltning med miljøkriterier.* Aktiv forvaltning hvor det legges vekt på miljøkriterier, samtidig som forvalter skal søke å skape meravkastning ut over en gitt referanseindeks.

Finansdepartementet ba i brev til Norges Bank 25. august 2009 om en utredning av forhold knyttet til investeringsprogrammene og viste i brevet spesielt til de tre nevnte alternativene.

Om miljøinvesteringer innenfor dagens investeringsunivers svarte banken i brev til Finansdepartementet 18. september 2009 at den kan påta seg å gjennomføre et slikt forvalteroppdrag og anbefalte aktiv aksjeforvaltning med dagens ordinære referanseindeks som utgangspunkt. Svarbrevet ble omtalt og trykt som vedlegg i Nasjonalbudsjettet 2010.

Med bakgrunn i dette brevet sendte departementet 24. november 2009 et brev til Norges Bank hvor banken ble bedt om å gi en mer detaljert beskrivelse av hvordan en strategi med aktiv forvaltning innenfor miljøprogrammet mest hensiktsmessig kan gjennomføres og reguleres. Bankens ble også bedt om innspill til hvordan en kan regulere investeringer i obligasjoner som utelukkende skal finansiere miljøvennlige prosjekter, slik som Verdensbankens grønne obligasjoner. Bankens svarbrev av 3. februar 2010 er lagt ut på Finansdepartementets hjemmeside (www.regjeringen.no/spf).

Norges Bank har i løpet av fjerde kvartal 2009 etablert flere miljørelaterte aktive aksjemandater. Per i dag har banken om lag 7 mrd. kroner til forvaltning i slike mandater. Mandatene forvaltes delvis internt i Norges Bank og delvis av eksterne forvaltningsorganisasjoner med spesialkompetanse innenfor gitte områder. Eksempler på de miljørelaterte aktive forvaltningsmandatene er et globalt mandat som investerer i selskaper som utvikler ren energiteknologi, og et globalt vannmandat.

Boks 2.3 Tiltak etter evalueringen av de etiske retningslinjene

For å synliggjøre SPUes rolle som ansvarlig investor la departementet opp til følgende tiltak:

- Å etablere et nytt investeringsprogram innen miljø, samt vurdere et nytt investeringsprogram innen utvikling i framvoksende markeder.
- *Gjennomføring:* Investeringsprogrammet innenfor miljø er etablert, jf. nærmere omtale i avsnitt 2.5.4.
- Å initiere en bred utredning som vurderer hvordan klimautfordringene kan påvirke de finansielle markedene og hvordan investorer bør handle ut fra dette.
- *Gjennomføring:* Departementet har inngått et samarbeid med flere store institusjonelle investorer og konsultentselskapet Mercer om å utrede hvilke konsekvenser ulike klimascenarier kan få for kapitalmarkedene, jf. omtale i boks 2.1.
- At departementet slutter seg til FNs Principles for Responsible Investments (PRI) og deltar direkte i andre internasjonale initiativer
- *Gjennomføring:* Departementet meldte seg inn i PRI i 2009. Departementet har deltatt i ulike former for internasjonalt samarbeid, bl.a. en arbeidsgruppe i regi av FNs Global Compact, for å lage retningslinjer for selskapers virksomhet i områder preget av krig og konflikt. Det vises til omtale i avsnitt 3.4.1.

Departementet la opp til å videreføre høye ambisjoner i den operative forvaltningen ved å:

- Stille krav om at Norges Bank i sin virksomhet integrerer hensyn til god selskapsstyring, og miljømessige og samfunnmessige forhold i flere deler av forvaltningen av fondet, i tråd med bankens tilslutning til PRI.
- *Gjennomføring:* Nye retningslinjer for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse, jf. omtale i avsnitt 4.6.
- Be Norges Bank om å utarbeide flere forventningsdokumenter innenfor miljøområdet og god selskapsstyring.
- *Gjennomføring:* Norges Bank har i 2009 fastsatt nye forventningsdokumenter som gjelder selskapers vannhåndtering og klimaarbeid, jf. omtale i avsnitt 3.4.2 og temaartikkelen i kapittel 9 om forventningsdokumenter.
- Gjennomføre høringer ved større endringer i satsingsområdene for eierskapsutøvelsen, og stille nye krav til åpenhet og rapportering omkring arbeidet med eierskapsutøvelse.

- *Gjennomføring:* Nye retningslinjer for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse, jf. omtale i avsnitt 4.6.

Departementet foreslo å videreutvikle utelukkelsesmekanismen ved å:

- Utelukke tobakksprodusenter fra fondets investeringsunivers.
- *Gjennomføring:* Nye retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPUes investeringsunivers, jf. omtale i avsnitt 4.6. Tobakksprodusenter ble utelukket ved utgangen av 2009.
- Klargjøre hvilke hensyn som departementet mener bør vektlegges ved beslutninger om uttrekk, herunder antatte virkninger av slike beslutninger.
- *Gjennomføring:* Nye retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPUes investeringsunivers, jf. omtale i avsnitt 4.6.
- Gjøre innholdet i de ulike kriteriene for utelukkelse mer tilgjengelig for selskapene og omverdenen for øvrig.
- *Gjennomføring:* Økt brukervennlighet på departementets egne nettsider. Departementet publiserte 1. mars 2010 en strategibrosjyre for fondets ansvarlige investeringspraksis. Brosjyren gir en kortfattet oversikt over alle tiltak og virkemidler på området.
- Offentliggjøre en beskrivelse av prinsipper for utvalg av selskaper som skal granskes nærmere, samt en prosedyre for behandling av saker som gjelder hvordan utelukkede selskaper kan bli tatt inn i porteføljen igjen.
- *Gjennomføring:* Nye retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPUes investeringsunivers, jf. omtale i avsnitt 4.6.

For å bedre samvirket mellom virkemidlene la departementet opp til å:

- Legge til rette for at en i vurderingen av om et selskap bør utelukkes tar stilling til om andre virkemidler kan være bedre egnet til å oppnå fondets overordnede mål som ansvarlig investor,
- Etablere en observasjonsliste over selskaper som et nytt virkemiddel, og
- Legge til rette for et system for samvirke og koordinering mellom Etikkrådet og Norges Bank.
- *Gjennomføring:* Nye retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPUes investeringsunivers, jf. omtale i avsnitt 4.6.

Kostnadene ved Norges Banks aktive miljørelaterte aksjemandater vil være på nivå med gjennomsnittet for øvrige aktivt forvaltede mandater. Norges Bank anser at de overordnede miljøformålene ivaretas gjennom bankens definisjon av investeringsuniverset og referanseindeksen for de ulike mandatene. Om miljøobligasjoner skriver banken at den løpende vil vurdere investeringer i miljøobligasjoner som en del av den operative forvaltningen. Norges Bank vil søke å investere i denne typen obligasjoner dersom en kan oppnå markedsmessige betingelser som i det alt vesentlige tilsvarer vanlige obligasjoner utstedt av samme utsteder. Tilbudet av miljøobligasjoner er fortsatt svært begrenset, og markedsvilkårene, blant annet spørsmålet om øremerking, oppfattes som uklare. Norges Bank finner det på denne bakgrunn ikke hensiktsmessig at det etableres et særskilt regelverk, herunder en minimumsramme, for denne typen investeringer.

Norges Bank mener at banken vil kunne oppfylle Finansdepartementets mål med miljøprogrammet innenfor gjeldende investeringsunivers og mandat. Ifølge banken vil dette opplegget i liten grad påvirke fondets samlede risikoprofil og vil kunne gjennomføres innenfor gjeldende rammer for den operative forvaltningen. I tråd med bankens innspill legger departementet derfor ikke opp til å fastsette særskilte regler for aktiv aksjeforvaltning med miljøkriterier eller for investeringer i miljøobligasjoner. Departementet ser positivt på at banken har etablert etablerte flere miljørelaterte aktive aksjemandater i tråd med intensjonene i investeringsprogrammet, og at de i dag har om lag 7 mrd. kroner til forvaltning i slike mandater. Banken tar sikte på å øke disse investeringene ytterligere gjennom 2010. Dette innebæ-

rer en raskere opptrapping av investeringene under miljøprogrammet enn det som ble lagt til grunn i Nasjonalbudsjettet 2010.

Departementet vil fastsette særskilte rapporteringskrav for miljøprogrammet i de nye reglene om forvaltningen av SPU. Disse rapporteringskravene vil være overordnede. Det vil være vanskelig å fastsette krav til detaljert rapportering etter miljøkriterier, blant annet fordi det ikke er utviklet en markedsstandard for slik rapportering. Samtidig vil overordnede rapporteringskrav ikke føre til unødvendige begrensninger av Norges Banks investeringsmuligheter.

Departementet vil også arbeide videre med å vurdere muligheten for å investere deler av miljøprogrammet i aksjeindekser som vektlegger miljøfaktorer.

I Nasjonalbudsjettet 2010 ble det vist til at departementet vil arbeide videre med å vurdere uoterte investeringer innenfor miljøprogrammet og om det bør etableres et program rettet mot bærekraftig vekst i framvoksende markeder. Et viktig innspill i dette arbeidet vil være råd fra Norges Bank. I brevet av 18. september 2009 skrev banken at vurderinger av investeringer utenfor dagens investeringsunivers vil kreve en omfattende kartlegging av investeringsmuligheter og en grundig vurdering av forventet avkastning og risiko knyttet til slike investeringer. Norges Bank vil også vurdere om banken kan etablere en organisasjon for gjennomføring av denne typen forvaltning. Norges Bank vil foreta disse vurderingene og tar sikte på å legge fram konklusjonene for departementet i løpet av 2010.

Departementet vil komme tilbake til status for arbeidet med de nye investeringsprogrammene i Nasjonalbudsjettet 2011.

3 Oppfølging av forvaltningen

3.1 Innledning

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

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

3.2 Resultater i forvaltningen

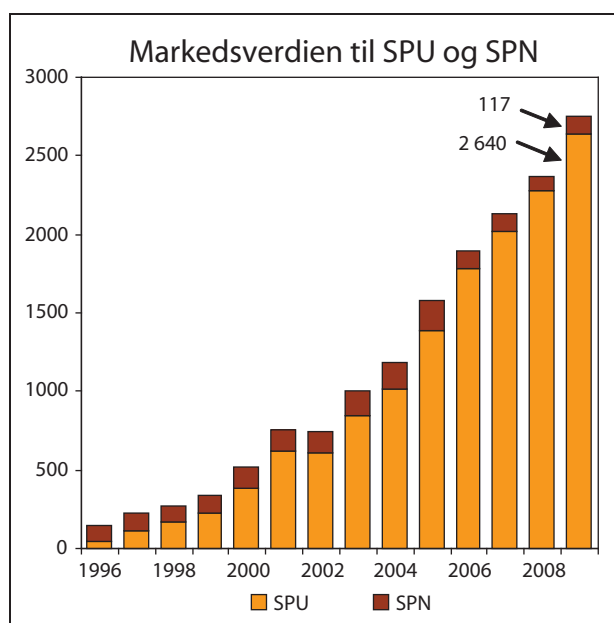
3.2.1 Hovedtrekk

Statens pensjonsfond har de siste to årene vært gjennom en krevende periode, med en finanskriser av historiske dimensjoner i 2008 etterfulgt av en sterk gjeninnhenting gjennom 2009. Omfattende statlige tiltakspakker for å stabilisere det finansielle

systemet og dempe fallet i den økonomiske aktiviteten er viktige forklaringer på at finanskrisen foreløpig ser ut til å være mer kortvarig enn tidligere kriser, jf. kapittel 1. Svært gode resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 innebærer at tapene i 2008 langt på vei er gjenvunnet.

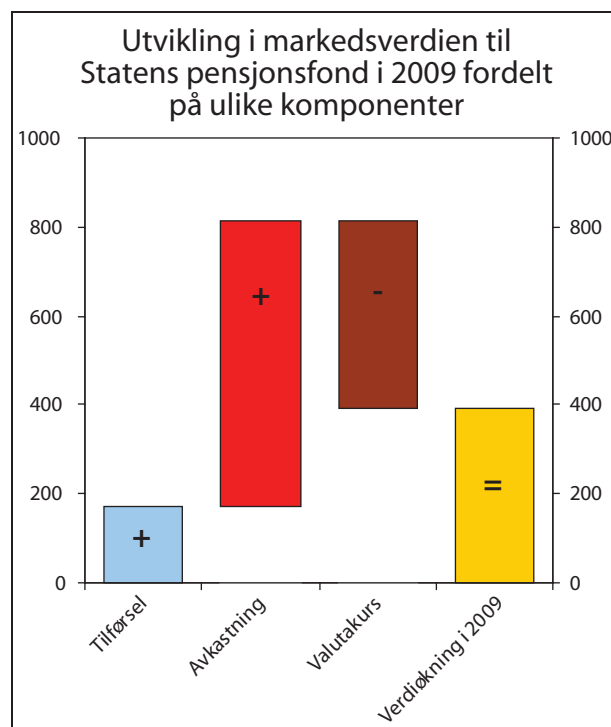
Utviklingen i fondets markedsverdi

Den samlede markedsverdien til Statens pensjonsfond var ved utgangen av 2009 2 757 mrd. kroner, jf. figur 3.1. Dette er en økning på 394 mrd. kroner fra året før. Økningen i fondskapitalen reflekterer at det ble tilført nye midler (169 mrd. kroner) og at det var god avkastning på investeringene (642 mrd. kroner). En styrking av kronekursen bidro isolert sett til å redusere fondets verdi målt i norske kroner (418 mrd. kroner), men for utviklingen i internasjonal kjøpekraft er endringer i kronens verdi



Figur 3.1 Markedsverdien til SPU og SPN 1996-2009. Mrd. kroner

Kilde: Finansdepartementet



Figur 3.2 Utviklingen i den samlede markedsverdien til Statens pensjonsfond i 2009 fordelt på ulike komponenter. Mrd. kroner

Kilde: Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet

ikke relevant. Figur 3.2 viser økningen i den samlede markedsverdien til Statens pensjonsfond i 2009 fordelt på ulike komponenter.

Markedsverdien til SPU ved utgangen av 2009 var 2 640 mrd. kroner.¹ Dette er en økning på 365 mrd. kroner i løpet av året. Verdien av aksjeporteføljen utgjorde 1 644 mrd. kroner, mens renteporteføljens verdi var 996 mrd. kroner. Fondets aksjeandel ved utgangen av 2009 var vel 62 pst., jf. boks 3.1.

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

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

Utviklingen i fondets realavkastning

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

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

¹ I denne meldingen legger en til grunn verdien av SPU i 2009, slik den framkommer i Norges Banks årsrapport for forvaltningen av SPU. Verdien av fondet i tidligere år bygger på statsregnskapstall.

periode er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig netto realavkastning på 4,0 pst.

I omtalen nedenfor er det tatt utgangspunkt i nominelle avkastningstall, siden det er ønskelig å sammenlikne avkastningen på de faktiske investeringene med avkastningen av fondets referanseindeks. Det vil da ikke gi særlig mer informasjon å justere avkastningstallene med prisstigningen.²

Rapporteringen tar videre utgangspunkt i brutto nominell avkastning, dvs. før forvaltningskostnadene er trukket fra. Som omtalt i temaartikelen i kapittel 8 er dette prinsippet for rapportering i tråd med internasjonale standarder som GIPS. Forvaltningskostnadene er omtalt særskilt i avsnitt 3.2.4.

Markedsutvikling

Etter flere år med sterkt vekst i verdensøkonomien førte store vanskeligheter i finansmarkedene til et kraftig tilbakeslag og en betydelig forverring av de økonomiske utsiktene internasjonalt. Uroen som preget finansmarkedene kom først til syne sommeren 2007 og førte etter hvert til at flere banker og finansinstitusjoner måtte bokføre store tap på verdipapirer og utlån, og tilliten mellom banker og finansinstitusjoner ble svekket. Finanskrisen gikk inn i en alvorlig fase i midten av september 2008 da den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs. Kredittflyten i penge- og kredittmarkedene ble sterkt svekket, og mange banker fikk problemer med refinansieringen. For flere finansinstitusjoner både i USA og Europa ble problemene så store at myndighetene iverksatte redningsoperasjoner for å sikre videre drift. I mange land ble det vedtatt omfattende tiltakspakker for å stabilisere finansmarkedene og dempe utslagene av finanskrisen på realøkonomien. Til tross for krafti-

² Realavkastningen er tilnærmet lik nominell avkastning fratrukket prisstigningen.

Tabell 3.1 Årlig realavkastning av SPU¹ og SPN² fratrukket forvaltningskostnader. 1997–2009. Prosent

Netto realavkastning	Hele perioden	Siste ti år	Siste fem år	Siste tre år	2009
SPU	3,04	1,38	1,54	-1,95	23,45
SPN	4,03	4,31	3,16	0,10	29,86

¹ Geometrisk realavkastning i internasjonal valuta beregnet med bakgrunn i et veid gjennomsnitt av konsumprisveksten i de land som inngår i fondets referanseindeks.

² Geometrisk realavkastning i norske kroner.

Kilde: Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet

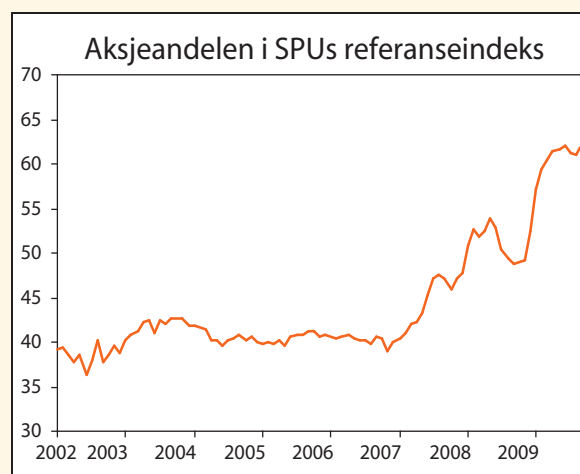
Boks 3.1 Aksjeandelen i SPUs referanseindeks

Investeringsstrategien for SPU uttrykkes gjennom en *strategisk referanseindeks*. Denne indeksen definerer en bestemt fordeling av fondskapitalen på ulike aktivaklasser (aksjer, obligasjoner og eiendom) og geografiske regioner. Den er fastsatt av departementet, og har faste vektene.

Den strategiske referanseindeksen 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. Aksjeandelen var tidligere 40 pst., men ble vedtatt økt til 60 pst. sommeren 2007. Aksjeandelen ble gradvis økt til den nådde 60 pst. ved utgangen av andre kvartal 2009, jf. omtale i Nasjonalbudsjettet 2010.

Referanseindeksen 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». Det benyttes en tilpasset utgave av denne indeksen i forvaltningen av SPU, som dekker 46 land. Indeksen består av et gitt antall landindekser med vekt 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. Disse to indeksene dekker valutaene til 21 land. Indeksen består av et bestemt antall delindekser basert på valuta og sektor med vekt basert på nominelt utestående beløp.

Sammensetningen av den *faktiske referanseindeksen* tar utgangspunkt i den strategiske referanseindeksen. Over tid vil ulik utvikling i aksjeverdier mellom land og ulik utvikling mellom aksjekurser og obligasjonskurser innebære at aksjeandelen og den geografiske fordelingen i den faktiske referanseindeksen vil avvike fra de strategiske vektene. Det er derfor etablert et såkalt rebalanseringsregime for SPU der en under gitte betingelser søker å bringe vektene i den faktiske referanseindeksen tilbake til vektene i den strategiske referanseindeksen. Ved utarbeidelse av rebalanseringsregimet er det foretatt en avveining mellom ønsket om minst mulig avvik fra strategisk referanseindeks og transaksjonskostnadene ved hyppige rebalanseringer. Utviklingen i aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen er vist i figur 3.3.

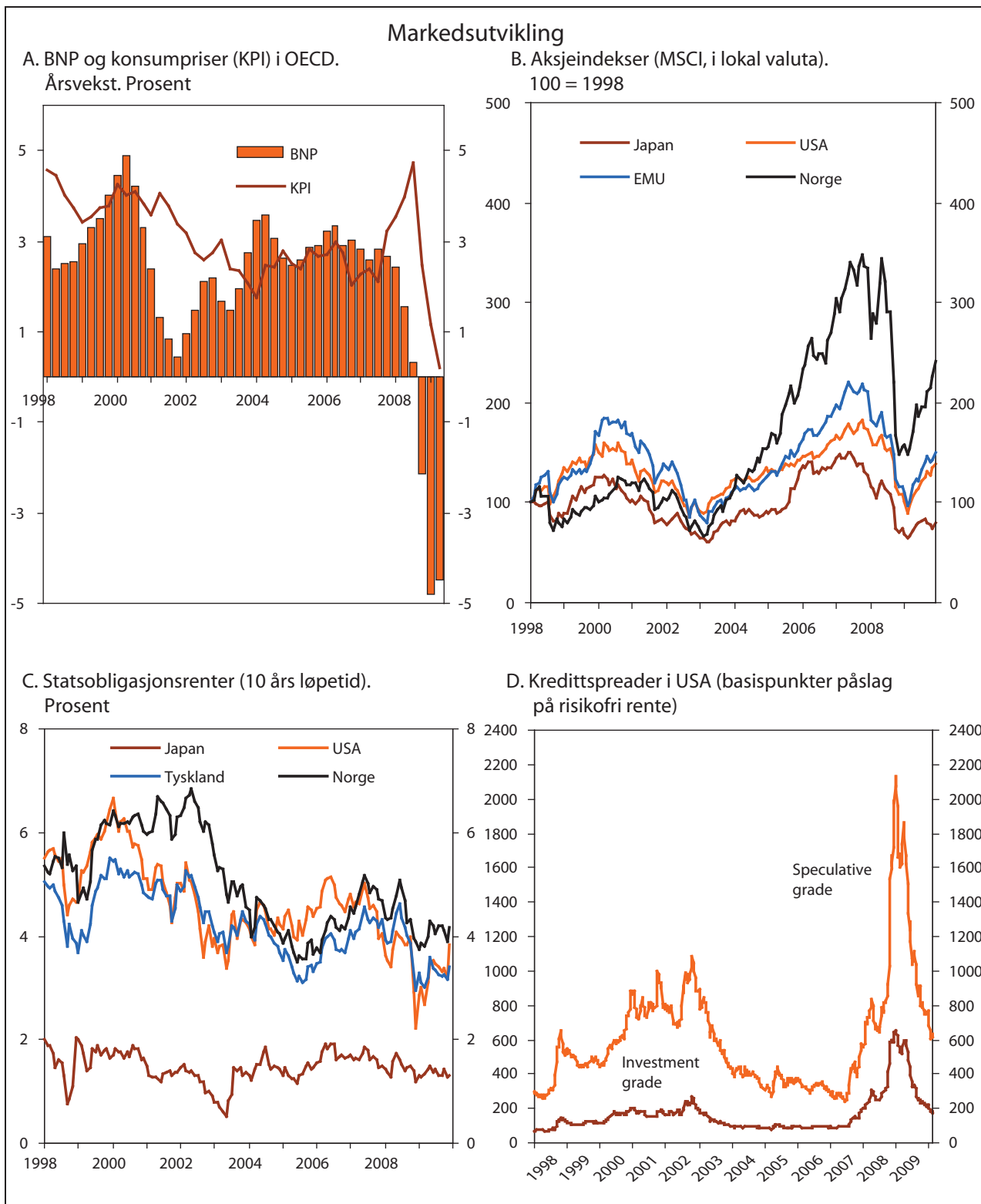


Figur 3.3 Aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen til SPU i perioden april 2002 til desember 2009. Prosent

Kilde: Finansdepartementet

ge pengepolitiske og finanspolitiske tiltak, ble veksten i verdensøkonomien i 2009 den svakeste på mange tiår og inflasjonen falt markant, jf. figur 3.4a. I andre halvår 2009 var det en viss bedring i den økonomiske veksttaket. For 2010 ligger det an til en beskjeden vekst.

Finanskrisen ga store utslag i alle deler av finansmarkedene. Etter flere år med oppgang i aksjemarkedene falt kursene kraftig gjennom 2008 og inn i første kvartal 2009, jf. figur 3.4b. Tiltakspakkene bidro imidlertid til stabilisering av finansmarkedene og en påfølgende sterk oppgang i aksjekursene gjennom resten av året.



Figur 3.4 Markedsutvikling

Kilde: EcoWin

I løpet av 2007 og 2008 ble signalrentene satt ned både i USA og eurolandene, og obligasjonsrentene falt betydelig. Gjennom 2009 steg forventningene til den internasjonale økonomiske veksten, og

det var en viss økning i obligasjonsrentene, jf. figur 3.4c. Rentepåslagene i pengemarkedene internasjonalt steg kraftig mot slutten av 2008 som følge av mangel på tillit til det finansielle systemet, og det

ble vesentlig dyrere å skaffe langsiktig finansiering både for banker og andre foretak. Da tilliten bedret seg utover i 2009 ble rentepåslagene gradvis redusert, men var ved inngangen til 2010 fortsatt noe høyere enn før finanskrisen, jf. figur 3.4d.

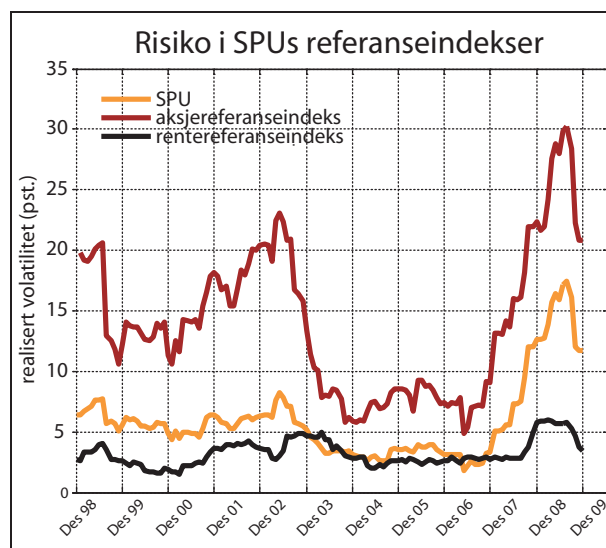
Både internasjonalt og nasjonalt pågår det debatter om finanskrisens årsaker, hvilke lærdommer som kan trekkes av krisen, og hvilke initiativer som bør tas for å motvirke nye kriser. Det er initiert flere prosesser internasjonalt, blant annet i regi av EU, IMF og G20-gruppen, for å se på de internasjonale rammebetingelsene for bl.a. kapitalkrav, prosyklisitet i regelverket, lederavlønning, internasjonalt samarbeid mv. Regjeringen satte den 19. juni 2009 ned Finanskriseutvalget. Utvalget skal blant annet se nærmere på utformingen av insentivstrukturer knyttet til avlønning i finansbransjen, og hvilken betydning slike ordninger eventuelt har hatt for salg av ulike typer finansprodukter, for kapitalallokeringen i samfunnet, og for oppbygging av ubalanse i markedene. Det skal blant annet også gis en beskrivelse av hvilke internasjonale initiativer som er satt i prosess i kjølvannet av finanskrisen, og en vurdering av hvordan man på nasjonalt, europeisk og globalt nivå bør arbeide for å motvirke tilsvarende kriser. Utvalget har frist til 31. desember 2010. Når utvalgets innstilling foreligger, vil det være naturlig å vurdere om utvalgets resultater og vurderinger har betydning for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Departementet vil komme tilbake til dette i meldingen om fondet som skal legges fram våren 2011.

3.2.2 Resultatutviklingen for SPU

I omtalen nedenfor skilles det mellom den avkastning og risiko som følger av den generelle markedsutviklingen der fondet er investert, og den avkastning og risiko som skyldes de aktive investeringsvalgene som Norges Bank har foretatt i den faktiske gjennomføringen av forvaltningen.

Avkastningen av SPU kan måles både i norske kroner og i referanseindeksens valutakurv.³ Når avkastningen måles i norske kroner, vil den påvirkes av hvordan kronekursen utvikler seg i forhold til de valutaene hvor fondet er investert. Ettersom den internasjonale kjøpekraften til fondet ikke påvirkes av endringer i kronekursen, er det i omtalen nedenfor lagt vekt på avkastningen målt i fondets valutakurv.

³ Når avkastningen måles i valutakurven, vektet avkastningen i enkeltvalutaer sammen i samsvar med fordelingen av fondets referanseindeks på ulike valutaer.



Figur 3.5 Risiko i SPUs referanseindekser, målt ved rullerende tolv måneders standardavvik til avkastningen (realisert volatilitet). Månedlige avkastningstall 1998-2009, målt i referanseindeksens valutakurv. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Risikoen i fondet er i omtalen nedenfor basert på standardavviket til avkastningen, og er et mål på svingningene (volatiliteten) i avkastningstallene.⁴

Utviklingen i SPUs referanseindeks

SPUs referanseindeks er sammensatt av aksjer og obligasjoner som er spredt over mange geografiske regioner, land og sektorer. Avkastningen av fondets referanseindeks gjenspeiler følgelig den generelle kursutviklingen i de internasjonale verdipapirmarkedene, jf. boks 3.1.

I 2009 var avkastningen av referanseindeksen 21,5 pst., jf. tabell 3.2. Den høye avkastningen kan i hovedsak forklares av en sterk kursoppgang i verdens aksjemarkeder. Avkastningen av referanseindeksen for aksjeinvesteringene i fjor var 32,5 pst., mens referanseindeksen for obligasjonsinvesteringene ga en avkastning på 5,1 pst. Det betydelige kursfallet på børsene internasjonalt i 2008 bidrar likevel til at den gjennomsnittlige årlige avkastningen på aksjereferansen har vært moderat de siste fem årene.

Samtidig som avkastningen av referanseindeksen de siste fem årene har ligget under gjennom-

⁴ Standardavviket er beregnet med utgangspunkt i månedlige avkastningstall målt i fondets valutakurv, og er i tråd med vanlig praksis omregnet til årlige rater ved hjelp av den såkalte kvadratrotformelen.

Tabell 3.2 Gjennomsnittlig årlig brutto nominell avkastning (geometrisk) av SPU og årlig standardavvik til avkastningen, målt i referanseindeksens valutakurv. 1998–2009. Prosent og prosentpoeng

	Hele perioden	Siste fem år	Siste tre år	2009
Referanseindeksen				
<i>SPU</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	4,41	3,82	0,56	21,52
Standardavvik	7,09	8,81	11,03	11,74
<i>Aksjereferansen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	3,25	3,58	-5,41	32,46
Standardavvik	16,02	16,57	20,18	20,81
<i>Rentereferansen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,12	4,11	5,15	5,13
Standardavvik	3,37	3,54	4,06	3,42
Faktisk portefølje				
<i>SPU</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	4,66	3,79	0,15	25,62
Standardavvik	7,63	9,77	12,27	12,57
<i>Aksjeforføljen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	3,81	4,05	-5,25	34,27
Standardavvik	16,37	17,16	20,85	20,97
<i>Renteforføljen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,23	4,04	4,83	12,49
Standardavvik	3,67	4,19	5,01	4,90
Differanseavkastning				
<i>SPU</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	0,25	-0,03	-0,41	4,10
Standardavvik (realisert relativ volatilitet)	0,84	1,23	1,55	1,13
<i>Aksjeforvaltningen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	0,56	0,46	0,16	1,80
Standardavvik (realisert relativ volatilitet)	0,96	1,05	1,13	0,37
<i>Renteforvaltningen</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	0,11	-0,06	-0,32	7,36
Standardavvik (realisert relativ volatilitet)	1,27	1,95	2,53	2,41

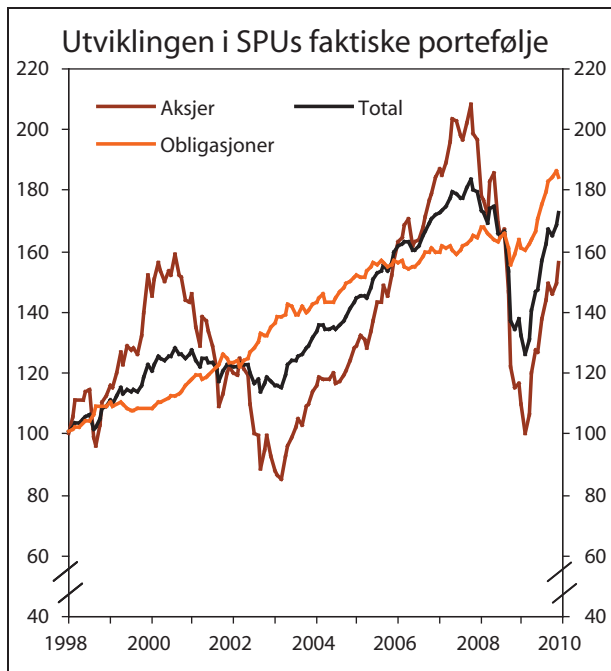
Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

snittsavkastningen i hele perioden 1998–2009, har svingningene i avkastningen økt, jf. figur 3.5. De siste fem årene var gjennomsnittlig årlig standardavvik til avkastningen av referanseindeksen 8,8 pst. De økte svingningene reflekterer at avkastningen spesielt de siste to årene har svingt betydelig, men må også ses i sammenheng med at andelen aksjer i referanseindeksen er økt. En høyere andel aksjer vil isolert sett bidra til økte svingninger i avkastningen av referanseindeksen fordi

aksjekursene normalt svinger mer enn obligasjonskursene.

Utviklingen i den faktiske porteføljen til SPU

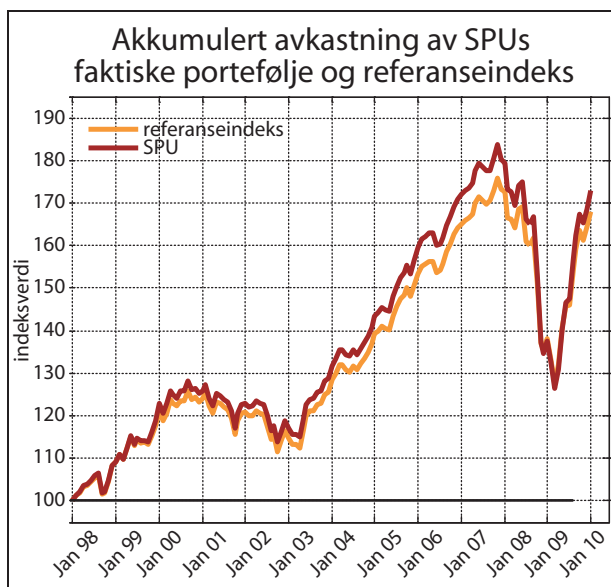
De faktiske investeringene vil avvike noe fra den referanseindeksen som er fastsatt av departementet. Avvikene gjenspeiler aktive investeringsbeslutninger i Norges Bank. Siktemålet med slike avvik er å oppnå en høyere avkastning på de fak-



Figur 3.6 Akkumulert brutto nominell avkastning av SPU og aksje- og obligasjonsporteføljen, målt i referanseindeksens valutakurv. Indeks ved utgangen av 1997 = 100

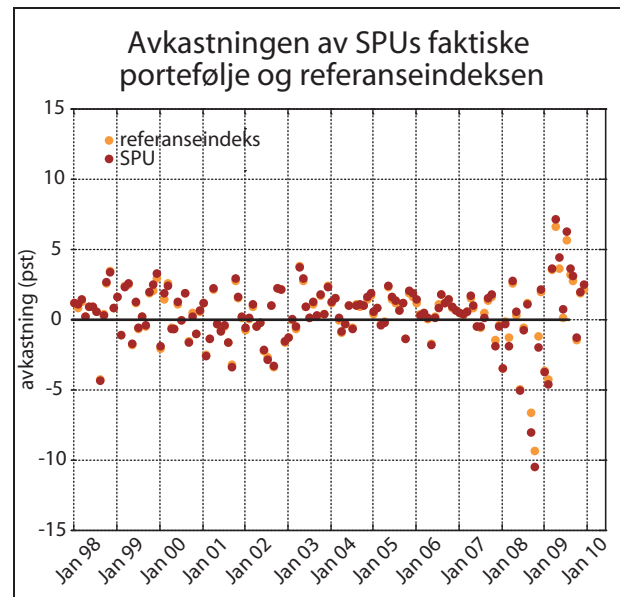
Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

tiske investeringene enn avkastningen av referanseindeksen, innenfor den rammen som er fastsatt for avvik, jf. nærmere omtale i avsnitt 2.3. Avkastningen av og risikoen i den faktiske porteføljen vil



Figur 3.7 Akkumulert brutto nominell avkastning av SPU og referanseindeksen, målt i referanseindeksens valutakurv. Indeks ved utgangen av 1997 = 100

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

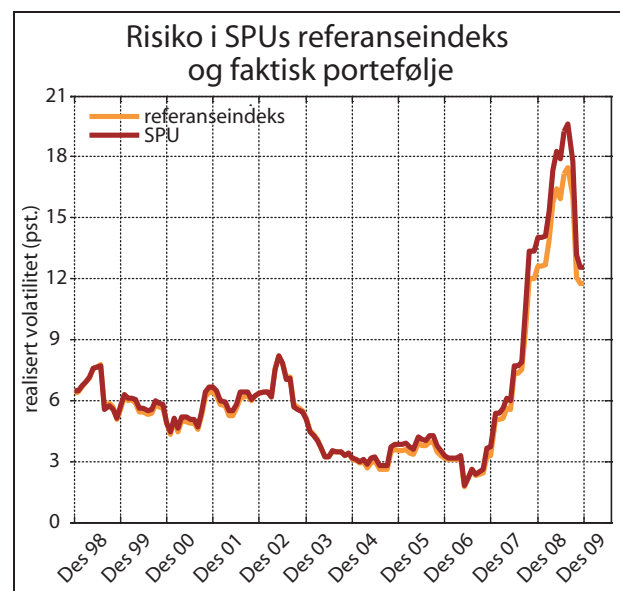


Figur 3.8 Avkastningen av SPU og referanseindeksen. Månedlige avkastningstall 1998–2009, målt nominelt i referanseindeksens valutakurv. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

derfor avvike noe fra avkastningen av og risikoen i referanseindeksen.

Ifølge tabell 3.2 var brutto nominell avkastning på den faktiske porteføljen i 2009 25,6 pst., målt i



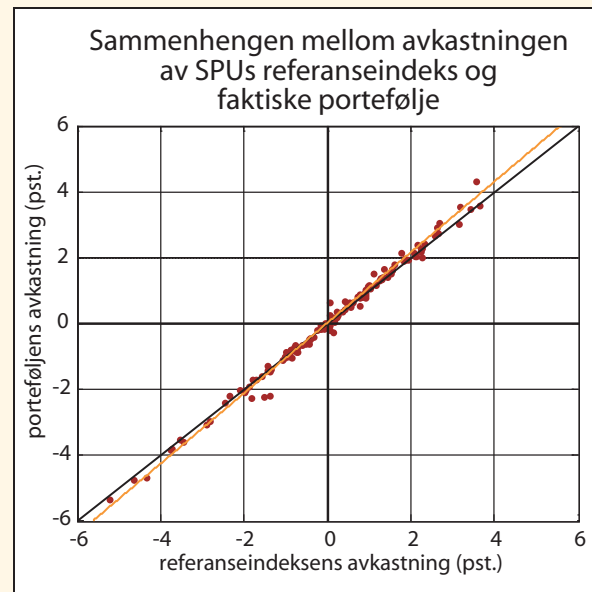
Figur 3.9 Risikoen i SPU referanseindeks og faktisk portefølje. Månedlige avkastningstall i perioden 1998–2009, målt i referanseindeksens valutakurv. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Boks 3.2 Sammenhengen mellom avkastningen av SPUs referanseindeks og faktisk portefølje

Figur 3.10 viser sammenhengen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen til SPU og fondets referanseindeks. Hvert enkelt punkt i figuren representerer avkastningen i én bestemt måned, hvor avkastningen på fondets faktiske portefølje kan leses av på den vertikale aksen, mens avkastningen av referanseindeksen kan leses av på den horisontale aksen. Den svarte linjen markerer hvor de to avkastningene ville vært identiske. Den oransje linjen er den såkalte regresjonslinjen, som er den linjen som best passer med de observerte avkastningstallene. Som det framgår av figuren er det en nær sammenheng mellom de to avkastningsratene. Dette gjelder ikke bare som et gjennomsnitt over tid, men også for de enkelte månedlige observasjoner. Dersom fondet hadde vært helt passivt forvaltet, ville alle de brune punktene i figuren ligget på den diagonale svarte linjen. I praksis ligger punktene nær denne linjen. Dette gjenspeiler at innslaget av aktiv forvaltning er moderat, jf. omtale i avsnitt 2.3.

At den oransje linjen er noe brattere enn den svarte linjen, er et uttrykk for at den faktiske porteføljen har hatt en tendens til å ha en høyere avkastning enn referanseindeksen i perioder med sterk kursutvikling, og lavere avkastning i perioder med relativ svak markedsutvikling. Som det er redegjort for i avsnitt 2.3 og i kapittel 14, kan resultatene i den aktive forvaltningen



Figur 3.10 Sammenheng mellom avkastningen av SPUs referanseindeks og faktiske portefølje 1998–2009. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

dels forklares av eksponering mot systematiske risikofaktorer, særlig likviditets- og kredittrisiko. Flere av disse risikofaktorene har i betydelig grad samvariert med den generelle markedsutviklingen, særlig i 2008 og 2009.

valutakurven. Dette er det beste resultatet som er oppnådd siden fondet ble opprettet.

Det var en svært positiv utvikling for fondets aksjeportefølje i 2009 med en avkastning på 34,3 pst., mens renteporteføljen ga en avkastning på 12,5 pst. Det gode resultatet i renteporteføljen reflekterer at det var en gradvis normalisering i rentemarkedene gjennom fjoråret og fall i risikopåslagene. De siste fem årene har både aksjeporteføljen og renteporteføljen gitt en gjennomsnittlig årlig nominell avkastning på drøyt 4 pst.

Utviklingen i den nominelle avkastningen på aksje- og obligasjonsporteføljene i SPU er illustrert i figur 3.6, mens figur 3.7 viser utviklingen i avkastningen på henholdsvis den faktiske porteføljen og referanseindeksen.

Risikoen i fondet i 2009, målt ved standard avviket til avkastningen, var 12,6 pst., jf. tabell 3.2. Dette er høyere enn det gjennomsnittlige nivået på svingningene i fondets avkastning både de siste fem årene og i hele perioden 1998–2009. Figur 3.8 og 3.9 illustrerer at det har vært høy grad av samsvar mellom avkastningen og risikoen i den faktiske porteføljen og avkastningen og risikoen (målt ved standardavviket til avkastningen) i fondets referanseindeks.

Figurene indikerer at det er beslutningene knyttet til fastsettingen av fondets overordnede investeringsstrategi som i all hovedsak har bestemt både avkastningen og risikoen i fondet, jf. boks 3.2 og temaartikkelen om systematiske risikofaktorer i SPU i kapittel 14.

Boks 3.3 Måling av differanseavkastningen i fondets valutakurv og i norske kroner

Departementet har i tidligere meldinger om forvaltningen av Statens pensjonsfond oppgitt differanseavkastningen målt i norske kroner. I fjorårets melding ble differanseavkastningen oppgitt både i valuta og i kroner, men departementet varslet samtidig at det ville bli foretatt en vurdering av om prinsippet for rapportering av differanseavkastningen burde endres framover.

Avkastningen på den faktiske porteføljen og referanseindeksens avkastning målt i valuta vil generelt være forskjellig fra en beregning av avkastningen målt i norske kroner dersom kronkursen endres i forhold til valutakurven. Det samme vil følgelig gjelde differanseavkastningen. Det er ikke grunn til å forvente noen betydelig forskjell på lang sikt mellom differanseavkastningen målt i valuta og differanseavkastningen målt i norske kroner.

Sammenhengen mellom differanseavkastningen målt i norske kroner og målt i valuta kan uttrykkes som:

(1) differanseavkastning i norske kroner = differanseavkastning i valuta x (1 + valutakursendring)

Dersom endringene i valutakursen er relativt små og differanseavkastningen er liten, så vil også forskjellen mellom differanseavkastningen målt i kroner og målt i valuta være liten. Fortegnet til differanseavkastningen vil alltid være det

samme målt i norske kroner og i valuta, men den absolutte størrelsen vil variere med valutakursendringene. Dersom differanseavkastningen er positiv og kronen styrker seg (som i 2009) eller differanseavkastningen er negativ og kronen svekker seg (som i 2008), vil differanseavkastningen i norske kroner absolutt sett være lavere enn differanseavkastningen målt i valuta, jf. figur 3.11. Motsatt gjelder at differanseavkastningen i norske kroner absolutt sett vil være høyere enn målt i valuta når differanseavkastningen er positiv og kronen svekker seg, eller når differanseavkastningen er negativ og kronen styrker seg.

		Differanseavkastning	
		Negativ	Positiv
Kronekurs	Svekket	Lavere	Høyere
	Styrket	Høyere	Lavere

Figur 3.11 Forskjellen mellom differanseavkastningen målt i norske kroner og i referanseindeksens valutakurv

Kilde: Finansdepartementet

Tabell 3.3 Differanseavkastningen i SPU målt i norske kroner og i fondets valutakurv, samt endringer i valutakursen mellom norske kroner og fondets valutakurv

Differanseavkastning SPU	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Målt i valutakurven	0,18	1,23	0,27	0,15	0,3	0,55	0,55	1,07	0,14	-0,24	-3,37	4,10
Målt i norske kroner	0,20	1,24	0,28	0,15	0,25	0,59	0,53	1,10	0,14	-0,22	-4,10	3,52
Differanse (prosentpoeng)	0,02	0,02	0,01	0,00	-0,04	0,04	-0,03	0,03	0,00	0,02	-0,73	-0,57
Valutakursendring	9,60	1,25	3,94	-2,94	-15,06	6,54	-4,60	2,87	-1,88	-7,82	21,69	-14,11

¹ Differanseavkastningen beregnes som den aritmetiske differansen mellom fondets avkastning og referanseindeksens avkastning, som er beregnet etter geometrisk metode.

² Positive tall for valutakursendring betyr at norske kroner har svekket seg, mens negative tall betyr at kronen har styrket seg. Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

I analysen av forvalters resultater bør utgangspunktet være at analysene baserer seg på den valutaen som forvalter har som sin basisvaluta. For Norges Bank er det referanseindeksens valutakurv som er basisvaluta. Finansdepartementet som eier legger vekt på den samlede avkastningen målt i valuta ettersom det er utviklingen i den internasjonale kjøpekraften som er

relevant på lang sikt, og denne kan ses på som summen av avkastning i referanseindeksen og meravkastning fra aktiv forvaltning målt i utenlandsk valuta. Departementet har på denne bakgrunn valgt å endre prinsippet for rapportering av differanseavkastningen. Framover vil differanseavkastningen bli rapportert i fondets valutakurv.

Utviklingen i differanseavkastningen til SPU

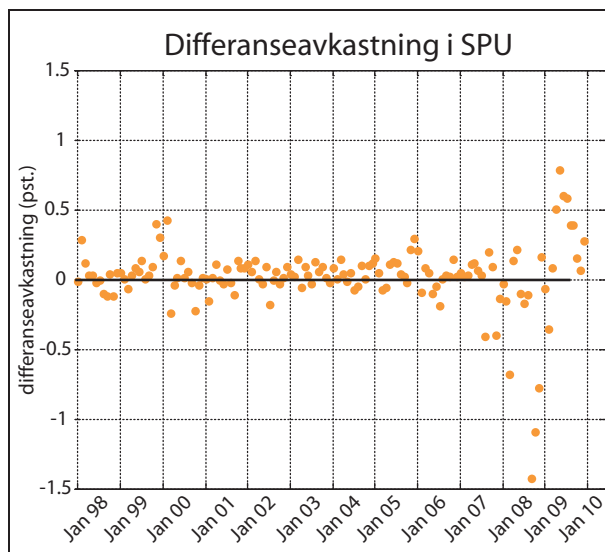
Avvik fra den referanseindeksen som departementet har fastsatt fører til at det blir en forskjell mellom avkastningen på fondets faktiske portefølje og avkastningen av referanseindeksen. Denne differanseavkastningen er et mål på bidraget fra Norges Banks aktive forvaltning til fondets samlede avkastning.

En ville ikke nødvendigvis klare å oppnå referanseindeksens avkastning dersom fondet utelukkende hadde vært forvaltet indeksnært. Det har sammenheng med transaksjonskostnadene som påløper både når referanseindeksen endres, når fondet blir tilført nye midler og ved endringer i fondets investeringsstrategi. Samtidig vil også indeksforvaltning kunne generere inntekter fra utlån av verdipapirer i porteføljen. SPU har svært stor tilflyt av midler i forhold til andre fond, både absolutt og som andel av fondets kapital. I de siste årene har fondet dessuten gradvis beveget seg inn i markeder med høyere transaksjonskostnader, som blant annet framvoksende aksjemarkeder. Det er derfor grunn til å anta at en ikke ville klart å oppnå referanseindeksens avkastning i denne perioden dersom det utelukkende var forvaltet indeksnært. I avsnitt 2.3 er det gitt en nærmere drøfting av justeringer av brutto meravkastning for ulike kostnads- og inntektskomponenter.

I 2009 var brutto differanseavkastning i SPU 4,1 prosentpoeng, målt i fondets valutakurv.⁵ Dette tilsvarer anslagsvis mer enn 80 mrd. kroner. Resultatet i den aktive forvaltningen i 2009 er det klart beste siden fondet ble etablert, og skyldes særlig svært gode resultater i renteforvaltningen. Fra 1998 og fram til utgangen av 2009 har Norges Bank oppnådd en årlig gjennomsnittlig brutto meravkastning på 0,25 prosentpoeng. Dette er i tråd med bankens egen målsetting, jf. nærmere omtale i avsnitt 2.3.

Den aktive forvaltningen i Norges Bank gjennomføres ved hjelp av et stort antall eksterne forvaltningsorganisasjoner med spesialistkompetanse, i tillegg til bankens interne forvaltning. Norges Bank tildeler eksterne forvaltningsmandater i markeder og segmenter der det ikke er praktisk eller realistisk å bygge opp intern kompetanse. En relativ stor andel av de eksterne mandatene er i framvoksende markeder. Eksternt forvaltede midler utgjorde 316 mrd. kroner ved utgangen av 2009, tilsvarende 12 pst. av fondet. De fleste av mandatene er aksjemandater. Resultatet i den ek-

⁵ Målt i norske kroner var differanseavkastningen 3,5 pst., jf. boks 3.3.

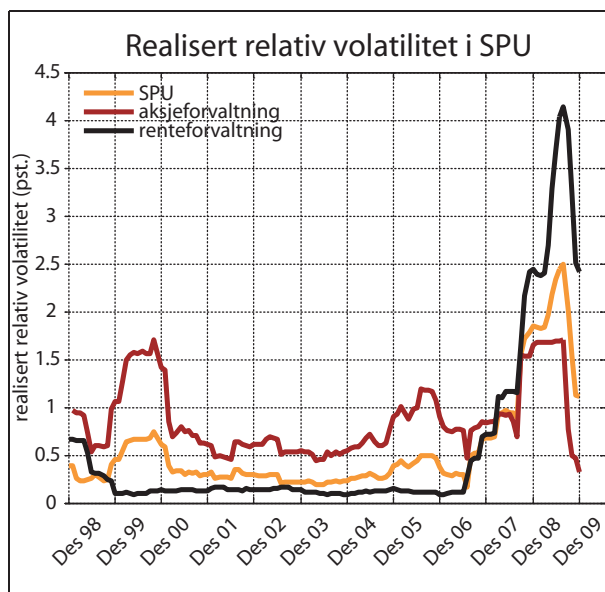


Figur 3.12 Brutto differanseavkastning i SPU. Månedlige avkastningstall 1998-2009, målt i referanseindeksens valutakurv. Prosentpoeng

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

sterne forvaltningen sto for om lag 16 pst. av fondets totale meravkastning i 2009.

Aksjeforvaltningen oppnådde en brutto meravkastning i 2009 på 1,8 prosentpoeng, mens det i renteforvaltningen var en brutto meravkastning på 7,4 prosentpoeng. Det svært gode resultatet i



Figur 3.13 Realisert relativ volatilitet i SPU. Rullende tolv måneders standardavvik til brutto differanseavkastning. Månedlige avkastningstall 1998–2008, målt i referanseindeksens valutakurv. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank



Figur 3.14 Akkumulert brutto differanseavkastning i SPU

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

renteforvaltningen kom hovedsakelig fra lite likvide posisjoner som ble etablert før finansuroen startet to år tidligere. Norges Bank skriver i sin årsrapport om forvaltningen av SPU i 2009 at amerikanske pantesikrede obligasjoner bidro med om lag en fjerdedel av renteporteføljens totale meravkastning i 2009 mens investeringer utstedt av europeiske banker bidro med om lag en tredjedel. Videre bidro pengemarkedsplasseringer med 10 pst. av renteporteføljens totale meravkastning i fjor, mens realrenteobligasjoner bidro med om lag 5 pst. Den oppnådde meravkastningen i renteforvaltningen i fjor må ses i sammenheng med mindreavkastningen i 2008 på 6,6 prosentpoeng.

Siden 1998 er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning i aksjeforvaltningen på 0,56 prosentpoeng, mens det i renteforvaltningen er oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 0,11 prosentpoeng i samme periode.

Realisert relativ volatilitet målt ved standardavviket til differanseavkastningen er et mål på svingningene i differanseavkastningen, jf. figur 3.13. Siden sommeren 2007 har det vært en markant økning i realisert relativ volatilitet. Økningen er særlig markert for renteforvaltningen.

Den faktiske porteføljen i SPU kan betraktes som bestående av to porteføljer; referanseindeksen og differanseporteføljen. Risikoen til fondet vil følgelig avhenge av risikoen i referanseindeksen, risikoen i differanseporteføljen og samvariasjonen mellom avkastningen på referanse- og differanseporteføljen.

Forskjellen mellom den samlede risikoen i fondet og i referanseindeksen har vært liten når en ser hele perioden under ett, jf. figur 3.9. Dette skyldes blant annet at rammen Norges Bank har for å ta avvik er relativt moderat, samt at kun deler av rammen har vært utnyttet.

Utviklingsforløpet for Norges Banks aktive renteforvaltning er illustrert i figur 3.14a, som viser et betydelig fall i akkumulert differanseavkastning fra andre halvår 2007 og inn i første kvartal av 2009, og en tilsvarende betydelig oppgang i de tre siste kvartalene i 2009. Det går videre fram av figur 3.14c at samlet akkumulert brutto differanseavkastning innen renteforvaltningen, målt i kroner, er negativ for hele perioden sett under ett med anslagsvis 3 mrd. kroner. Figur 3.14b og 3.14c viser tilsvarende utviklingsforløp innen aksjeforvaltningen. Det går fram av figuren at hendelsene etter sommeren 2007 hadde mindre konsekvenser for den akkumulerte differanseavkastningen innen aksjeforvaltningen. Samlet akkumu-

lert brutto meravkastning innen aksjeforvaltningen, målt i kroner⁶, er positiv for hele perioden sett under ett og kan grovt anslås til om lag 25 mrd. kroner, slik at samlet akkumulert brutto meravkastning for fondet totalt er i størrelsesorden 22 mrd. kroner. Dette er også et rimelig anslag på samlet verdiskaping gjennom aktiv forvaltning i perioden, jf. nærmere omtale i avsnitt 2.3.

Analysen til professorene Ang, Goetzmann og Schaefer⁷ viser at en betydelig andel av den oppnådde differanseavkastningen i perioden fra januar 1998 til og med september 2009 kan forklares ved hjelp av systematiske risikofaktorer. Dette gjelder særlig innen renteforvaltningen, men også innen aksjeforvaltningen, jf. nærmere omtale i temaartikkelen i kapittel 14 i denne meldingen.

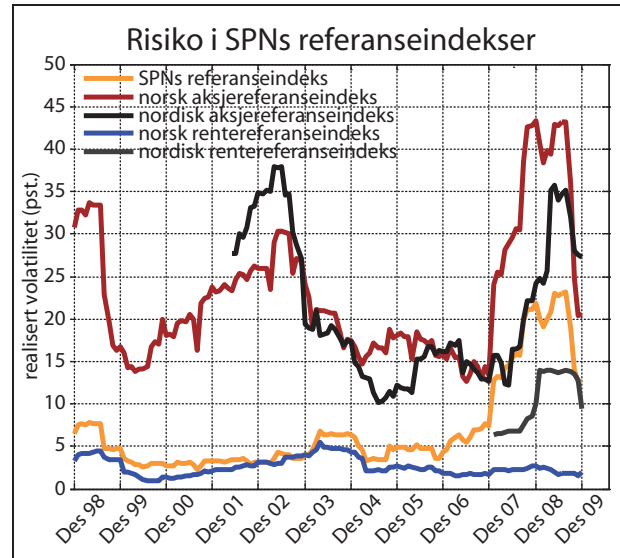
Departementets vurdering i fjorårets melding om at resultatene i den aktive forvaltningen i 2008 ikke var tilfredsstillende må ses i sammenheng med at risikofaktorene i renteforvaltningen ikke i tilstrekkelig grad var identifisert og kommunisert. Departementet er imidlertid godt fornøyd med måten Norges Bank håndterte forvaltningen av fondet på da finanskrisen først hadde oppstått. Særlig viktig var bankens håndtering av beholdningen av lite likvide obligasjoner. Dette har gitt grunnlag for en betydelig meravkastning gjennom 2009. Departementet er samtidig tilfreds med de verdiene som er skapt gjennom 12 år med aktiv forvaltning, i tråd med bankens egen målsetting, jf. avsnitt 2.3.

Departementet er også tilfreds med at Norges Bank på bakgrunn av erfaringene fra de siste årene har iverksatt omfattende tiltak for å avgrense risikoen i den aktive forvaltningen. Blant annet er renteforvaltningen lagt om, eksterne forvaltningsmandater er sagt opp og investeringsstrategiene for obligasjoner som ble benyttet før finanskrisen er i stor grad avvirket. Se nærmere omtale i avsnitt 3.3.

3.2.3 Resultatutviklingen for SPN

Utviklingen i SPNs referanseindeks

Avkastningen av SPNs referanseindeks er nært knyttet til markedsutviklingen i de norske og nordiske verdipapirmarkedene. I 2009 var avkastningen på fondets referanseindeks 35,7 pst., jf. tabell 3.4. Dette er den høyeste avkastningen som er opp-



Figur 3.15 Risiko i SPNs referanseindekser. Rullerende tolv måneders standardavvik til avkastningen (realisert volatilitet). Månedlige avkastningstall 1998–2009, målt nominelt i kroner. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

nådd siden 1998, og skyldes først og fremst sterk kursoppgang i det norske og nordiske aksjemarkedet. De siste fem årene var gjennomsnittlig årlig avkastning på fondets referanseindeks 4,8 pst.

Referanseindeksen for SPN er satt sammen av fire delreferanseindekser.⁸ Avkastningen av den norske aksjereferansen har vært vesentlig høyere enn avkastningen til den nordiske aksjereferansen. De siste fem årene har denne forskjellen i gjennomsnitt vært på 5,9 prosentpoeng, noe som blant annet må ses i sammenheng med at kronen har styrket seg i forhold til de øvrige nordiske valutaene i perioden. Den norske aksjereferansen har videre gitt en avkastning som i gjennomsnitt har vært 4,7 prosentpoeng høyere enn avkastningen av den norske rentereferansen i samme periode.

Den målte risikoen i fondets referanseindeks har økt betydelig de siste årene, jf. figur 3.15. I sis-

⁶ Den akkumulerte differanseavkastningen målt i kroner er beregnet ved å multiplisere den månedlige differanseavkastningen målt i valuta med markedsverdien av porteføljen ved inngangen til måneden målt i kroner, som deretter er akkumulert.

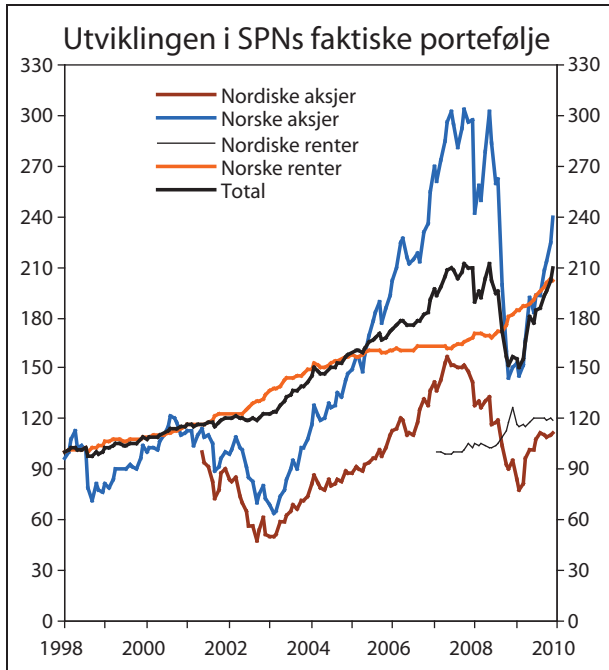
⁷ "Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global".

⁸ Referanseindeksen for aksjer er satt sammen av indekser fra leverandørene Oslo Børs VPS og VINX for henholdsvis Norge og Norden for øvrig (Danmark, Finland og Sverige). Disse består av aksjer som inngår i indeksen Oslo Børs hovedindeks (OSEBX) og VINX Benchmark (CMVINXB-XINN). Den nordiske aksjereferansen ble etablert i 2007. Referanseindeksen for norske renteplasseringer ble endret i 2008, og består av rentebærende instrumenter som inngår i indeksen Barclays Capital Global Aggregate Norway. Referanseindeksen for plasseringer i nordiske renteinstrumenter består av obligasjoner som inngår i indeksen Barclays Capital Global Aggregate Scandinavia. Investeringer i nordiske rentepapirer ble startet opp i februar 2007.

Tabell 3.4 Gjennomsnittlig årlig nominell avkastning (geometrisk) og årlig standardavvik til avkastningen av SPN målt i norske kroner, før fradrag for forvaltningskostnader. 1998-2009. Prosent

	Hele perioden	Siste fem år	Siste tre år	2009
Referanseindeksen				
<i>SPN</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,90	4,80	1,21	35,75
Standardavvik	9,16	13,08	16,53	12,61
<i>Norsk aksjereferanse</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år ¹	5,80	9,44	-5,51	64,78
Standardavvik	24,94	26,74	31,39	20,50
<i>Nordisk aksjerentereferanse</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	2,08	3,58	-8,58	21,68
Standardavvik	23,35	20,26	23,07	27,28
<i>Norsk rentereferanse</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	6,05	4,72	6,44	8,33
Standardavvik	2,85	2,30	2,21	1,93
<i>Nordisk rentereferanse</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år ²			5,38	-8,53
Standardavvik			9,41	9,50
Faktisk portefølje				
<i>SPN</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	6,35	5,86	3,15	33,51
Standardavvik	8,47	12,20	15,39	11,66
<i>Norsk aksjeforfølje</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,58	10,38	-2,01	58,96
Standardavvik	23,29	24,63	29,29	19,45
<i>Nordisk aksjeforfølje</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år ¹	2,65	4,82	-6,60	17,62
Standardavvik	22,56	18,94	21,24	25,45
<i>Norsk renteforfølje</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,99	5,13	7,23	10,38
Standardavvik	2,53	2,39	2,67	2,26
<i>Nordisk renteforfølje</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år ²			5,85	-6,33
Standardavvik			9,24	9,86
Differanseavkastning				
<i>SPN</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	0,45	1,07	1,94	-2,24
Standardavvik (relativ volatilitet)	1,47	1,70	1,96	1,59
<i>Norske aksjeforvaltning</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	1,77	0,95	3,50	-5,80
Standardavvik (relativ volatilitet)	4,45	4,12	3,67	2,85
<i>Nordisk aksjeforvaltning</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år ¹	0,57	1,24	1,98	-4,06
Standardavvik (relativ volatilitet)	1,46	1,86	2,34	2,20
<i>Norske renteforvaltning</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	-0,06	0,41	0,79	2,05
Standardavvik (relativ volatilitet)	0,91	0,96	1,07	0,92
<i>Nordisk renteforvaltning</i>				
Gjennomsnittlig avkastning pr. år ²			0,47	2,20
Standardavvik (relativ volatilitet)			0,87	1,19

¹ De nordiske aksjeinvesteringene startet opp i mai 2001.² De nordiske renteinvesteringene startet opp i februar 2007.



Figur 3.16 Akkumulert nominell avkastning av delporteføljene til SPN målt i kroner. Indeks ved utgangen av 1997 = 100

te femårsperiode var standardavviket 13,1 pst., målt som et årlig gjennomsnitt. Dette er om lag 4 prosentpoeng høyere enn nivået i hele perioden 1998–2009. Svingningene i avkastningen av fondets referanseindeks har først og fremst vært drevet av betydelige svingninger i aksjereferansene.

Den økte risikoen i SPN de siste årene må ses i sammenheng økt markedsuro som følge av finanskrisen, men skyldes også at fondets aktivasammensetning ble vesentlig endret i desember 2006 da kontolånsordningen ble avvirket. Dette medførte at aksjeporteføljen utgjør en større andel av totalporteføljen enn tidligere. I St.meld. nr. 24 (2006-2007) ble det understreket at en derfor måtte være forberedt på større årlige svingninger i avkastningen av SPN.

Svingningene i den norske aksjereferansen har vært noe høyere enn i den nordiske aksjereferansen når en ser hele perioden siden 1998 under ett, og forskjellen er blitt mer markert de siste årene. Risikoen i den norske rentereferansen har vært relativt lav i samme periode.

Utviklingen i SPNs faktiske portefølje

Den faktiske porteføljen til SPN avviker noe fra referanseindeksen, noe som i hovedsak kan tilskrives aktive investeringsbeslutninger i Folketrygdfondet. Målet med slike avvik er å oppnå

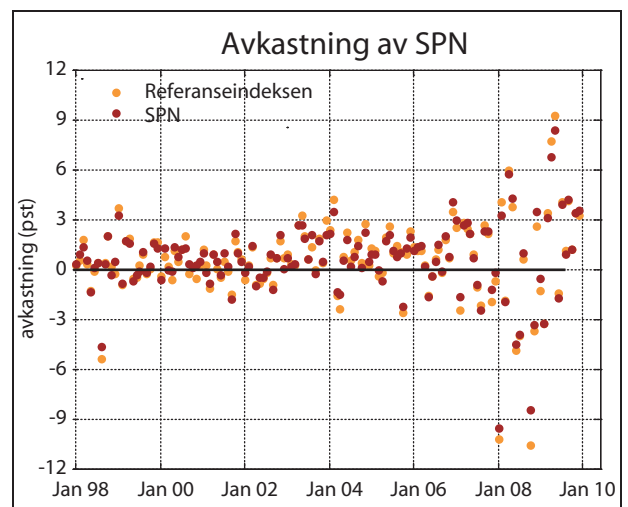


Figur 3.17 Akkumulert brutto nominell avkastning av SPNs faktiske portefølje og fondets referanseindeks, målt i kroner. Indeks ved utgangen av 1997=100

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

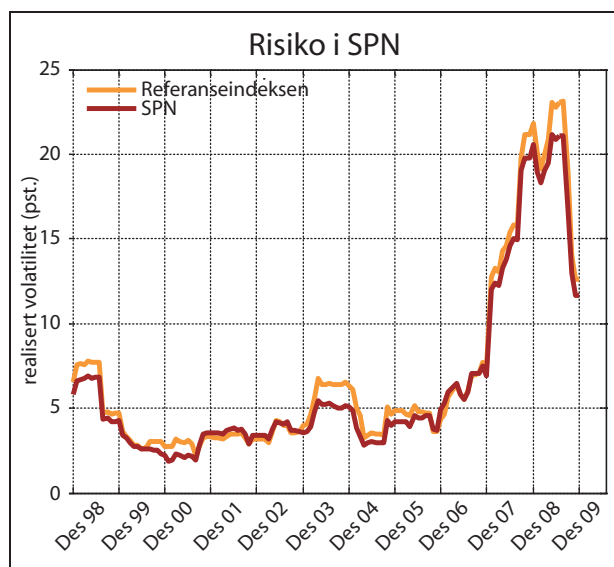
høyere avkastning på den faktiske porteføljen enn på referanseindeksen. Avkastningen av og risikoen i den faktiske porteføljen vil derfor avvike noe fra det som gjelder for referanseindeksen.

Avkastningen av SPN i 2009 var 33,5 pst. målt i kroner, jf. tabell 3.4. Dette er det beste resultatet som er oppnådd siden 1998, noe som må ses i sammenheng med den sterke kursoppgangen i det norske og nordiske aksjemarkedet gjennom



Figur 3.18 Avkastningen av SPN og fondets referanseindeks. Månedlige avkastningstall 1998–2008, målt nominelt i kroner. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet



Figur 3.19 Rullerende tolv måneders standardavvik til avkastningen i SPN og fondets referanseindeks, målt nominelt i kroner, 1998–2009. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

fjoråret. Utviklingen i den nominelle avkastningen i SPN er illustrert i figur 3.16.

Risikoen i fondet i 2009 var 11,7 pst., målt ved standardavviket til avkastningen. Dette er omtrent på samme nivå som de siste fem årene. Figur 3.18 og 3.19 illustrerer at det har vært høy grad av samsvar mellom den faktiske porteføljen og fondets referanseindeks.

Figurene indikerer at det er beslutningene knyttet til fastsettingen av fondets overordnede investeringsstrategi, operasjonalisert gjennom utformingen av referanseindeksen, som i hovedsak bestemmer både avkastningen og variasjonen i fondets avkastning, jf. boks 3.4. Departementets beregninger viser at om lag 93 pst. av avkastningen i fondet kan tilskrives de valg som er tatt i utformingen av de overordnede plasseringsrammene for fondet, mens den resterende andel kan tilskrives de investeringsvalg Folketrygdfondet har tatt innenfor de retningslinjer som er fastsatt.

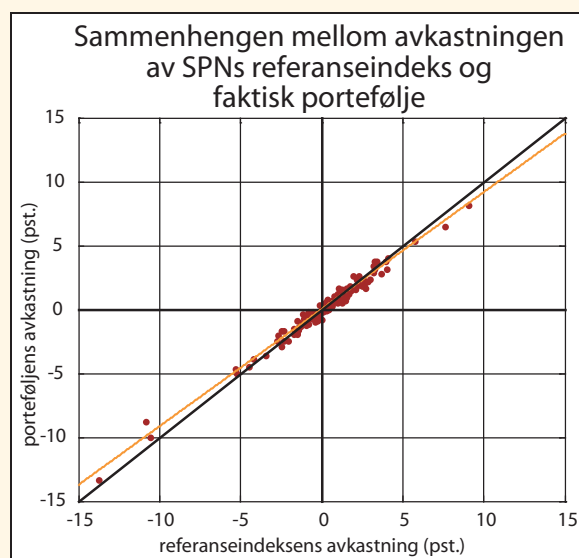
Utviklingen i differanseavkastningen til SPN

Tabell 3.4 viser gjennomsnittlig differanseavkastning og standardavviket til differanseavkastningen (realisert relativ volatilitet) for fondet totalt og de fire delporteføljene (norske og nordiske aksjer, og norske og nordiske renter).

I 2009 var brutto differanseavkastning -2,2 pst. Folketrygdfondets aktive forvaltning innebar dermed at avkastningen på fondets plasseringer i fjor

Boks 3.4 Sammenhengen mellom avkastningen av SPNs referanseindeks og faktisk portefølje

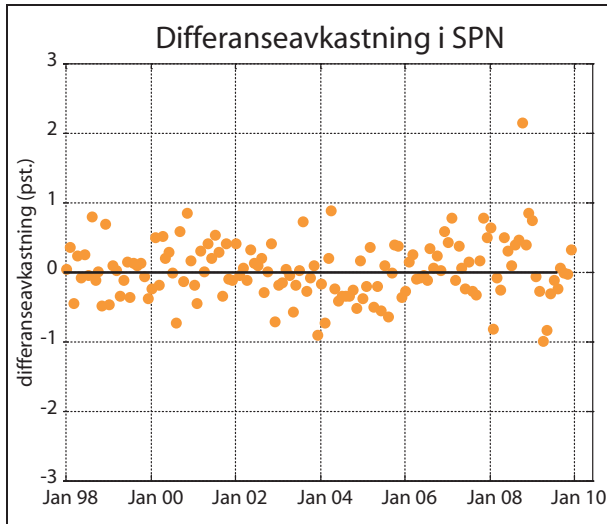
Figur 3.20 viser sammenhengen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen til SPN og fondets referanseindeks, jf. boks 3.2. Figuren viser at det på tilsvarende måte som for SPU har vært en nær sammenheng mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen av referanseindeksen.



Figur 3.20 Sammenhengen mellom avkastningen av SPNs referanseindeks og faktisk portefølje 1998-2009. Prosent

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

Den oransje kurven i figuren har en slakere helning enn den svarte kurven, noe som betyr at den faktiske porteføljen har hatt en tendens til å ha lavere avkastning enn referanseindeksen i perioder med sterk kursutvikling, og høyere avkastning i perioder med relativ svak markedsutvikling. Dette er i tråd med Folketrygdfondets langsiktige investeringsprofil som erfaringsmessig har medført at aksjeporteføljene gir lavere avkastning enn de respektive referanseindeksene i perioder hvor kursoppgangen er sterk, og er også en forklaring på at Folketrygdfondet oppnådde en betydelig meravkastning i 2008 og en mindreaktning i 2009.



Figur 3.21 Brutto differanseavkastning i SPN. Prosent.

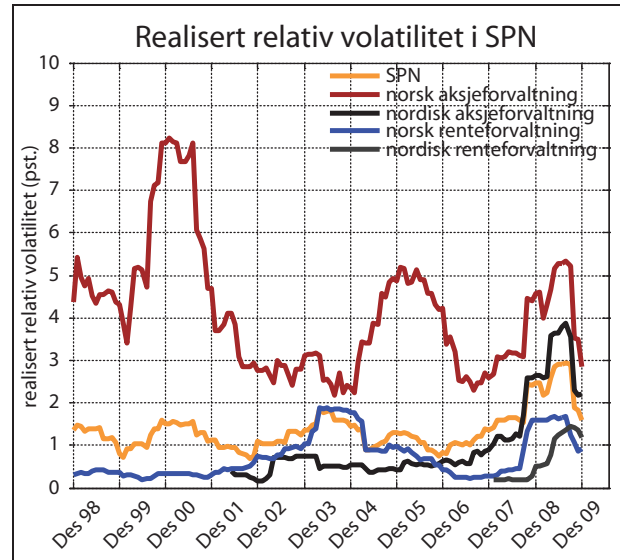
Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

var 2,2 prosentpoeng lavere enn referanseindeksens avkastning. Dette er blant de svakest resultatene som er oppnådd siden 1998. Hovedårsaken til det svake resultatet er mindreavkastning i den norske aksjeforvaltningen, mens renteforvaltningen leverte historisk gode resultater. I den norske renteforvaltningen ble det oppnådd en meravkastning på 2,1 pst.

Det har vært betydelige svingninger i den oppnådde differanseavkastningen over tid, jf. figur 3.21. Til tross for en brutto mindreavkastning i SPN i 2009, er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 1,1 prosentpoeng de siste fem årene, og 0,5 prosentpoeng for hele perioden 1998–2009 sett under ett.

Utviklingen i risikoen i den aktive forvaltningen (realisert relativ volatilitet) for SPN samlet framgår av figur 3.22. Svingningene i differanseavkastningen har variert mellom 0,8 pst. og 3,0 pst. i perioden fra 1998 til 2009. Det høyeste risikonivået ble oppnådd i tolv måneders perioden etter at Lehman Brothers gikk konkurs høsten 2008. Siden 1998 er realisert relativ volatilitet beregnet til 1,5 pst. Det framgår av figur 3.22 at nivået på realisert relativ volatilitet har vært klart størst for den norske og nordiske aksjeforteføljen.

Utviklingsforløpet for den norske renteforvaltningen er illustrert i figur 3.23a, som viser at det i perioden fra 1998 og fram til høsten 2008 sett under ett har vært et fall i akkumulert differanseavkastning, noe som først og fremst skyldes svake resultater i renteforvaltningen i perioden fra sommeren 2003 til sommeren 2005.⁹ Fra andre halvår



Figur 3.22 Utviklingen i realisert relativ volatilitet i SPN. Rullende tolv måneders standardavvik til differanseavkastningen målt i kroner 1998–2009. Prosent.

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

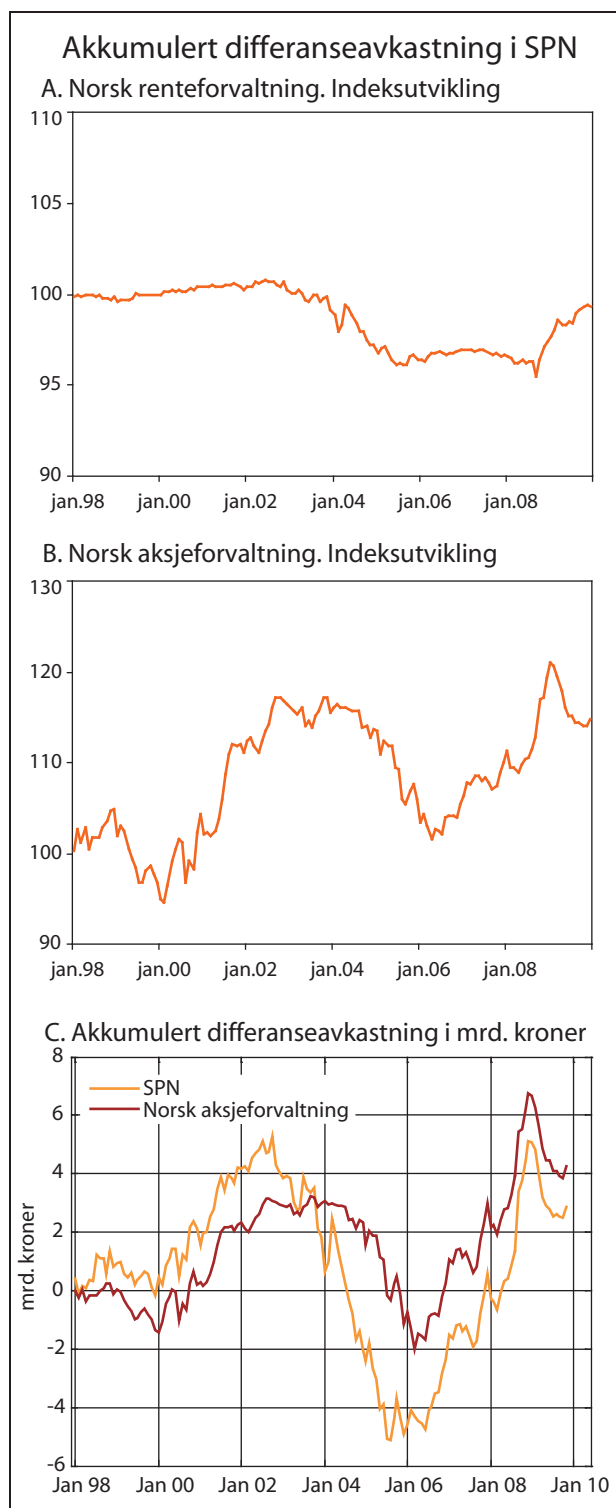
2008 og fram til utgangen av 2009 har det vært en tilsvarende betydelig oppgang i den akkumulerte differanseavkastningen. Det går fram av figur 3.23b at det har vært betydelige svingninger i den akkumulerte differanseavkastningen for den norske aksjeforvaltningen, jf. boks 3.4. Samlet akkumulert brutto meravkastning innen den norske aksjeforvaltningen, målt i kroner, er positiv for hele perioden sett under ett med vel 4 mrd. kroner, mens samlet akkumulert brutto meravkastning for fondet totalt er om lag 3 mrd. kroner, jf. figur 3.23c.

Resultatene i den aktive forvaltningen i Folketrygdfondet må vurderes over en lang periode. Finansdepartementet tar til etterretning at det alt i alt var en mindreavkastning for fondet i 2009, men er tilfreds med de gode resultatene som ble oppnådd i renteforvaltningen. Departementet er for øvrig tilfreds med at Folketrygdfondet siden 1998 har oppnådd en brutto meravkastning på i gjennomsnitt 0,5 prosentpoeng per år.

3.2.4 Kostnader i forvaltningen

I henhold til forvaltningsavtalen som er inngått med Finansdepartementet vedrørende SPU, skal Norges Bank få dekket de faktiske forvaltnings-

⁹ Fra og med 2008 er referanseindeksen for SPN fastsatt av Finansdepartementet. Tidligere ble referanseindeksen fastsatt av styret i Folketrygdfondet.



Figur 3.23 Akkumulert brutto differanseavkastning i SPN

Kilde: Finansdepartementet og Folketrygdfondet

kostnadene inntil en øvre grense som for 2009 er satt til 0,10 pst. (10 basispunkter) av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Den øvre grensen for godtgjøring er blant annet satt på grunnlag av informasjon om hva denne type forvaltning koster i fond av tilsvarende størrelse. Finansdepartementet benytter det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. til å utarbeide analysene som ligger til grunn for disse kostnadsammenlikningene, jf. nærmere omtale i temaartikkelen i kapittel 13 i denne meldingen. I tillegg til kostnadsdekningen innenfor den øvre grensen godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Forvaltningskostnadene for 2009, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde 1 826 mill. kroner. Dette var en økning på snaut 9 pst. fra 2008. Gjennomsnittlig størrelse på fondet økte med vel 14 pst., slik at kostnadene målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje falt fra 0,082 pst. (8,2 basispunkter) i 2008 til 0,078 pst. (7,8 basispunkter) i 2009. Forvaltningskostnadene eksklusive avkastningsavhengige honorarer er dermed godt under den øvre grensen. Medregnet avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde kostnadene 3 228 mill. kroner, som omregnet til årsrate utgjør 0,14 pst. (14 basispunkter) av gjennomsnittlig markedsverdi. Dette er en økning på 3 basispunkter sammenliknet med 2008, noe som skyldes svært gode resultater i den eksterne aksjeforvaltningen.

I tillegg til forvaltningskostnader påløper det kostnader knyttet til gjennomføringen av de enkelte transaksjoner. Norges Bank rapporterer regelmessig om transaksjonskostnadene knyttet til forvaltningen av SPU, jf. nærmere omtale i avsnitt 2.3.

Kostnadene i forvaltningen av SPN er ikke helt sammenliknbare med kostnadene for forvaltningen av SPU. Norges Bank har valgt å benytte eksterne forvaltningsmandater, som isolert sett er dyrere enn intern forvaltning. Videre er Norges Banks kapitalforvaltning mer omfattende, blant annet ved at kapitalen i SPU er spredt over mange flere land og selskaper enn SPN. På den annen side er det stordriftsfordeler i kapitalforvaltning som Norges Bank drar nytte av.

Det har de siste to årene vært foretatt betydelige investeringer i nye styringssystemer i Folketrygdfondet, noe som må ses i sammenheng med at det i forbindelse med implementeringen av det nye rammeverket for forvaltningen av SPN er stilt vesentlig strengere krav til blant annet risikostyring, kontroll og rapportering, jf. St.meld. nr. 16 (2007-2008). Disse investeringene har bidratt til å

øke forvaltningskostnadene de siste årene. Noe av denne kostnadsøkningen er av engangskaraktér, men det må samtidig påregnes at forvaltningskostnadene i SPN vil bli liggende på et høyere nivå framover enn tidligere.

Forvaltningskostnadene i SPN utgjorde i 2009 vel 91 mill. kroner. I 2008 utgjorde forvaltningskostnadene 89 mill. kroner. I tillegg påløp det i 2008 en engangskostnad på 15 mill. kroner knyttet til pensjonsforpliktelser i forbindelse med omdanningen til særlovselskap, noe som økte de totale kostnadene til knapt 104 mill. kroner. Gjennomsnittlig størrelse på fondet falt med knapt 8 pst. fra 2008 til 2009, slik at kostnadene målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje falt fra 0,098 pst. (9,8 basispunkter) i 2008 til 0,093 pst. (9,3 basispunkter) i 2009.

Departementet legger vekt på at kostnadene knyttet til forvaltningen av SPN holdes på et lavt nivå. Analyser utarbeidet av CEM Benchmarking Inc. viser at Folketrygdfondets samlede forvaltningskostnader er relativt lave sammenliknet med andre store fond internasjonalt.

3.3 Oppfølgingen av rammeverket

3.3.1 Innledning

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

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

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

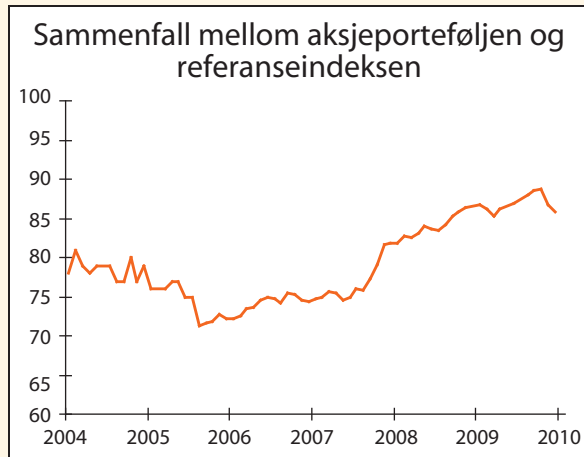
- styrking av Finansdepartementets kapasitet innenfor kapitalforvaltning (egen avdeling ble opprettet i 2006),
- utvidet rapportering til Stortinget fra 2007 (egen forvaltningsmelding hver vår),
- rolleavklaring mellom hovedstyret og representantskapet (oppgavene er fra 2010 presisert i sentralbankloven),
- ny revisjonsordning for Norges Bank (fra 2010) som innebærer bruk av ekstern revisor valgt av representantskapet, lovfesting av internrevisjon i Norges Bank og innføring av ordning med attestasjonsoppdrag der ekstern revisor gjennomgår bankens internkontrollsystemer og øvrige retningslinjer for kapitalforvaltningen, og vurderer om disse er i tråd med anerkjent rammeverk og internasjonale standarder,
- styrking av representantskapets tilsynsfunksjon gjennom et eget sekretariat,
- ny forskrift om risikostyring og internkontroll i Norges Bank (fra 2010),
- nye regnskapsregler i tråd med internasjonale regnskapsstandarder (fra 2011),
- styrking av bankens interne styringsstruktur innen kapitalforvaltning, med klarere rollefordeling mellom hovedstyret og NBIM, og innad i NBIM (fra 2009),
- styrking av hovedstyrets oppfølging av NBIM, blant annet gjennom et nytt investeringsmandat for virksomhetens leder med utfyllende regler for hva fondet kan investeres i og hvor stor risiko som kan tas i forvaltningen, og nye prinsipper for risikostyringen i kapitalforvaltningen, jf. boks 3.5, og
- omdanning av Folketrygdfondet til særlovselskap, etablering av ny revisjonsordning og fastsettelse av nye retningslinjer som innebærer vesentlig strengere krav til måling, styring og kontroll av risiko og rapportering enn tidligere.

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

3.3.2 Status for risikostyringen i SPU

Departementet varslet i St.meld. nr. 20 (2008-2009) at en ville foreta en ny ekstern gjennomgang av risikostyringen i SPU ved hjelp av eksterne konsulenter med spesialistkompetanse. Finansdepartementet pekte i Nasjonalbudsjettet 2010 på at en slik ekstern gjennomgang innen bankens kapitalforvaltning mest hensiktsmessig kunne utføres som et attestasjonsoppdrag gitt av Norges Banks repre-

Boks 3.5 Nye regler for kapitalforvaltningen i Norges Bank



Figur 3.24 Sammenfall mellom aksjeporteføljen i SPU og referanseindeksen 2004-2009. Prosent

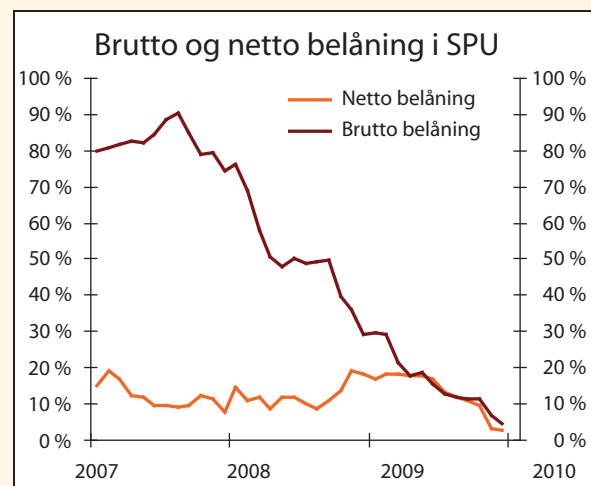
Kilde: Norges Bank

Finansdepartementet har fastsatt overordnede retningslinjer for forvaltningen av SPU. Norges Banks hovedstyre fyller ut departementets overordnede regler gjennom mer detaljerte interne regler. I 2009 fastsatte bankens hovedstyre et nytt investeringsmandat for lederen av kapitalforvaltningsenheten (Norges Bank Investment Management, NBIM) og vedtok nye prinsipper for risikostyringen.

Det nye investeringsmandatet for lederen av NBIM gir utfyllende regler for hva fondet kan investere i og hvor stor risiko som kan tas i den aktive forvaltningen. Avgrensningen av risikoen i den aktive forvaltningen er basert på både kvantitative og kvalitative mål. I tillegg til en grense for utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet er det fastsatt supplerende risikogrenser for bl.a. avvik fra referanseindeksen langs flere dimensjoner (som likviditetsrisiko og

kredittrisiko) og minimumskrav til sammenfall mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen, jf. figur 3.24. Det er også fastsatt grenser for tillatt belåning. Som det framgår av figur 3.25 har det vært en markant reduksjon i bruken av belåning i SPU. Dette må ses i sammenheng med bl.a. en betydelig omlegging av renteforvaltningen, med mindre vekt på strategier som innebærer belåning og bruk av derivater.

Belåning av verdipapirer framkommer av den regnskapsmessige balansen til SPU, ved at bruttoverdien av fondets beholdninger i obligasjoner og kortsiktige plasseringer overstiger nettoverdien av renteporteføljen. Balansen til SPU inngår i årsregnskapet til Norges Bank som representantskapet fastsetter. Balansen til SPU legges også fram for Stortinget i meldingen om statsregnskapet.



Figur 3.25 Brutto og netto belåning som andel av SPU's markedsverdi. 2007-2009. Prosent

Kilde: Norges Bank

sentantskap til bankens eksterne revisor. Norges Banks representantskap sluttet seg i brev til Finansdepartementet 17. september 2009 til et slikt opplegg, og viste i den forbindelse til at det er lagt opp til at seks delprosjekter vil bli vurdert gjennomført som attestasjonsoppdrag over en to års periode, hvor de to første delprosjektene omhandler en gjennomgang av utforming og implementering av organisasjonsstruktur og rammeverk for styring av operasjonell risiko.

Norges Banks representantskap har i brev til departementet 4. mars 2010 oversendt en rapport fra bankens eksterne revisor (Deloitte) om et attestasjonsoppdrag vedrørende risikostyringen i kapitalforvaltningsenheten i banken (NBIM). Rapporten går gjennom utforming og implementering av organisasjonsstruktur og rammeverk for styring av operasjonell risiko. Attestasjonsoppdraget gir en uavhengig vurdering av status for risikostyringen i banken, herunder om risikostyringen

er utformet og implementert i tråd med relevante rammeverk og standarder.

Rapporten fra Deloitte omfatter:

- en gjennomgang av om NBIM har utformet og implementert en organisasjonsstruktur og rammeverk for styring av operasjonell risiko i tråd med anerkjent rammeverk og relevante standarder, og
- en gjennomgang av om NBIM har fulgt opp anbefalingene i Ernst & Young-rapporten fra 2007, som gjort rede for i Norges Banks brev til Finansdepartementet 19. desember 2007 og 12. februar 2009 (for anbefalingene som gjelder organisasjonsstruktur og operasjonell risiko).

Når det gjelder det første punktet, mener Deloitte at organisasjonsstrukturen og rammeverket for operasjonell risikostyring i banken i det alt vesentligste er utformet i samsvar med prinsippene i Finanstilsynets forskrift om risikostyring og internkontroll. Videre konkluderes det med at organisasjonsstrukturen i det alt vesentligste er utformet i samsvar med prinsippene i den internasjonalt anerkjente standarden COSO ERM. Deloitte mener videre at rammeverket for styring av operasjonell risiko i det alt vesentligste er utformet i samsvar med prinsippene i COSO ERM, med unntak av to forhold. Det ene avviket gjelder svakheter knyttet til systemet for å vurdere sammenhengen mellom enkeltrisikoeer mens det andre avviket er knyttet til at risikovurderingen tar utgangspunkt i gjenværende risiko etter at kontrolltiltak er iverksatt, og omfatter ikke en systematisk vurdering av iboende risiko (før internkontrolltiltak). Deloitte mener for øvrig at organisasjonsstrukturen og rammeverket for styring av operasjonell risiko i det alt vesentligste er implementert slik det er utformet.

Når det gjelder oppfølgingen av anbefalingene i Ernst & Young-rapporten som gjelder organisasjonsstruktur og rammeverket for styring av operasjonell risiko, mener Deloitte at Norges Bank i all vesentlighet har fulgt opp anbefalingene, slik det er redegjort for i bankens brev til departementet 19. desember 2007 og 12. februar 2009, med unntak av to forhold. Dette gjelder manglende kobling av risikotoleransegrenser (for operasjonell risiko) med stressscenarier og at nøkkelrisikoindikatorer ikke er etablert som en del av overvåkingen av operasjonell risikoeksponering.

Departementet er tilfreds med at det nå i samarbeid med bankens representantskap er etablert et system for jevnlig, uavhengig gjennomgang av risikostyringen i forvaltningen av fondet. Gjennomgangen foretatt av revisor viser at banken i

det alt vesentligste har utformet og implementert en organisasjonsstruktur og et rammeverk for styring av operasjonell risiko som er i tråd med anerkjente standarder. Departementet er også tilfreds med at revisor finner at banken i det alt vesentligste har fulgt opp anbefalingene i den tidligere gjennomgangen av risikostyringen som gjelder organisasjonsstruktur og rammeverket for styring av operasjonell risiko.

Det foregår et løpende utviklings- og forbedringsarbeid i forvaltningen av fondet. Departementet mener det er naturlig at en i en stor og kompleks virksomhet alltid vil kunne identifisere enkelte områder med et forbedringspotensial. Det har de siste årene vært foretatt betydelige endringer i forvaltningen av fondet som samlet sett vil bidra til en vesentlig styrking av forvaltningen. Departementet legger til grunn at dette arbeidet vil fortsette, blant annet med utgangspunkt i den uavhengige gjennomgangen fra bankens revisor.

3.4 Utøvelsen av eierrettigheter i SPU og SPN og arbeidet med uttrekksmekanismen

3.4.1 Innledning

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

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

SPN er i hovedsak investert innenlands. Fondet hadde ved utgangen av 2009 eierandeler i to-

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

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

Eierskapsutøvelse

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

Utelukkelse av selskaper

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

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

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

Særlig om investeringer i krigs- og konfliktråder

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

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

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

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

Boks 3.6 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 samfunnmessige 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 samfunnmessige 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, barnearbeid og diskriminering i arbeidslivet, støtte føre-var prinsippet i miljøspørsmål, samt fremme større miljøansvar og utvikling og utbredelse av miljøvennlig teknologi, motarbeide alle former for korrupsjon, herunder utpressing og bestikkelser.

6 700 selskaper og organisasjoner i over 130 land har sluttet seg til FNs Global Compact. Medlemmene er oppfordret til å rapportere årlig om hvordan de oppfyller 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 United Nations Environment Programme Finance Initiative og FNs Global Compact. Initiativet er rettet mot kapitaleiere, kapitalforvaltere og deres profesjonelle servicepartnere, som alle oppfordres til å signere prinsippene. Prinsippene kan bidra til å bevisstgjøre finansmarkedene på områder det er viktig å ivareta som et ledd i arbeidet med å sikre en betryggende, langsiktig verdiskaping i næringslivet. Prinsippene omhandler forhold knyttet til å være en ansvarlig og aktiv eier gjennom å ta hensyn til miljø, samfunnmessige 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.

3.4.2 Eierskapsarbeidet i Norges Bank

Norges Bank har i oppdrag å ta hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i den operative forvaltningen av SPU, jf. omtale av nye retningslinjer for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse i avsnitt 4.6. Banken skal integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i 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. Ved utøvelsen av forvalteroppdraget skal banken vektlegge fondets lange tidshorisont for investeringene og at de er bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset.

Norges Banks eierskapsprinsipper ble revidert i 2009. Prinsippene er basert på internasjonalt anerkjente, globale standarder, som OECDs Principles of Corporate Governance and Guidelines for Multinational Enterprises og FNs Global Compact. De utfylles av Norges Banks retningslinjer for stemmegivning og Norges Banks dokumentserie som etablerer særlige forventninger til selskapers håndtering av barnarbeid, klimautvikling og vannforvaltning. Norges Bank bidro i utformingen av FNs Principles for Responsible Investment (PRI). Både Finansdepartementet og Norges Bank har undertegnet PRI, noe som blant annet innebærer en plikt til å evaluere egen etterlevelse av prinsippene på årlig basis. Prinsippene er nærmere omtalt i boks 3.6.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet

I løpet av 2009 har Norges Bank videreutviklet og styrket eierskapsarbeidet. Norges Bank har særlig oppmerksomhet knyttet til seks strategiske satsingsområder:

- likebehandling av aksjonærer
- aksjonærenes rett til innflytelse og styrets ansvar overfor aksjonærene
- velfungerende, legitime og effektive markeder
- klimaendringer
- vannforvaltning
- 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 sentrale for Norges Banks eierskapsarbeid. Temaet velfungerende, le-

gitime 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.

Vannforvaltning var ett av to nye satsingsområder for Norges Bank i 2009. Det andre var arbeidet med å fremme velfungerende og effektive finansielle markeder.

Virkemidler i eierskapsarbeidet

Norges Banks virkemidler i eierskapsarbeidet er knyttet til eierposisjonen de har i mange ulike selskaper. En aksjonærs primære måte å gi uttrykk for sitt syn på, er gjennom å stemme på generalforsamlinger. Norges Bank offentliggjør stemmegivningen i hver enkelt sak og har etablert egne prinsipper for stemmegivningen. 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.

Andre virkemidler Norges Bank benytter seg av er dialog med enkeltselskaper, samarbeid med andre investorer, deltakelse i internasjonale nettverk og organisasjoner, innspill til regulerende myndigheter, forskning og offentlig kommunikasjon av standpunkter og forventninger.

Ved valget mellom flere virkemidler ser Norges Bank blant annet hen til hva som gir best mulighet for gjennomslag sett i forhold til ressursbruken. Noen ganger kan det gi mest mening å forsøke å påvirke innholdet i reguleringer, fordi disse vil få gjennomslag for alle selskaper i samme segment. Andre ganger kan endring oppnås gjennom dialog med ett eller flere selskaper. Denne formen for aktivitet har økt.

Stemmegivning og aksjonærforslag

Norges Bank har som prinsipp for god selskapsstyring at styrelederen i et aksjeselskap skal være uavhengig av ledelsen. En av styrets viktigste oppgaver er å velge og eventuelt avsette administrerende direktør. Styret skal bidra til langsiktig strategi og

Boks 3.7 Nye satsingsområder i 2009: Vannforvaltning og velfungerende markeder

Bedre vannforvaltning i selskaper

Norges Bank har identifisert syv sektorer som er spesielt utsatt for risiko knyttet til begrensede vannforsyninger: jordbruk, gruvedrift, cellulose og papir, legemidler, vannforsyning, kraftproduksjon og næringsmiddelindustri.

Mange selskaper i disse risikosektorene mangler en forsvarlig vannpolitikk der de gjennomfører og rapporterer om risikovurderinger knyttet til vann. Norges Bank beskriver forventninger til selskapenes vannforvaltning i NBIM Investor Expectations for Water Management.

Norges Bank er hovedsponsor av CDP Water Disclosure, et initiativ som ble lansert i desember 2009 for å øke tilgjengeligheten til og kvaliteten på informasjon om selskapers vannforvaltning.

Velfungerende markeder

Sammen med andre store investorer opprettet Norges Bank gruppen Covered Bond Investor Council (CBIC) for å bedre likviditeten og informasjonen i markedet for obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), etter at finanskrisen svekket tilliten til slike papirer. Et velfungerende OMF-

marked er avgjørende for bankenes langsiktige finansieringsevne, og derved finansieringen av boliglån og offentlig sektor i Europa.

Finanskrisen svekket markedets tillit til sikkerheten i slike obligasjoner, og likviditetspremien på obligasjonene økte. Norges Bank og andre CBIC-investorer arbeidet derfor i 2009 for å øke tilgjengelig informasjon rundt de ulike OMF-programmene i Europa. CBIC anbefalte at det opprettes felles minimumsstandarder for europeiske obligasjoner med fortrinnsrett.

Norges Bank deltar videre i en del breddeinitiativer som handler om bedre åpenhet og rapportering. Norges Bank mener at spørsmålet om åpenhet omkring betalingsstrømmer er svært viktig for velfungerende finansmarkeder. Banken har derfor gitt innspill til et prosjekt i regi av International Accounting Standards Board hvor man søker å få på plass globale regnskapsstandarder for industri som utvinner olje, gass og mineraler. Målsettingen med disse regnskapsstandardene er at selskaper i utvinningsindustrien skal rapportere om verdistrømmer som betales til myndigheter på land – til – land-basis. Finansdepartementet legger til grunn at Norges Bank vil fortsette å støtte disse og liknende initiativer.

verdiskaping mens det overvåker selskapets aktiviteter og risikotaking. En uavhengig styreleder er en forutsetning for at styret skal kunne gjennomføre disse oppgavene og føre kontroll med ledelsen.

Norges Bank stemte i 2009 imot styrelederkandidater i selskaper der de også var administrerende direktør. Banken foreslo for første gang vedtektsendringer i fem amerikanske selskaper for å hindre at samme person kan være både styreleder og administrerende direktør.

Uavhengighet i styret var også et tema i europeiske markeder som Tyskland og Frankrike, samt i Japan. Det var økt press fra både internasjonale og lokale investorer om mer uavhengighet i Japan, der styrene med få unntak består av samme personer som ledelsen.

En stor del av de miljørelaterte aksjonærforslagene omhandlet drivhusgasser og hvordan selskaper skal sette mål for å redusere slike utslipp. Norges Bank videreførte de samme retningslinje-

ne som i 2008 og støttet forslag der styret kunne spesifisere målsettingen.

Samarbeid med andre investorer

Norges Bank samarbeider med andre investorer om å bedre standardene for selskapsstyring. Dermed kan resultater oppnås mer effektivt. Norges Bank og andre investorer sendte felles innspill om likebehandling og beskyttelse av aksjonærer til standardsettere og myndigheter i Nederland og Sverige. Norges Bank ble representert av en annen europeisk investor på generalforsamlinger i Taiwan, der det ble stilt spørsmål ved mangelen på effektiv stemmegivning i selskapene.

Norges Bank har jevnlig dialog med andre forvaltningsinstitusjoner for å utveksle informasjon og erfaringer. Banken diskuterte stemmegivning, kapitalutvidelser, styreendringer og andre temaer i løpet av 2009.

Dialog med selskaper

Norges Bank utarbeidet forventninger til selskapers håndtering av klimaendringer og vannforvaltning i 2009. Banken hadde dialog med 77 selskaper om barns rettigheter i sektorene for kakao, frø, tekstil, gruve og stål. Norges Bank hadde dialog om klimaendringer med 24 selskaper innen energi og sement og om vannforvaltning med 14 selskaper innen bil, bygg og anlegg, gruver, olje og gass, detaljhandel og media.

I dialogen om selskapsstyring tok Norges Bank opp likebehandling av aksjonærer, aksjonærinnflytelse og styrets rolle og ansvar. Banken oppfordret til å utpeke uavhengige styreledere, og adresserte tilfeller der minoritetsaksjonærers rettigheter ikke ble ivaretatt. Eksempler på dette er forskjellsbehandling i forbindelse med oppkjøp, samt ulik rett blant aksjonærer til å stemme og få utbytte.

Innspill til regulerende myndigheter: bedre markedsstandarder

Ved å få myndigheter og andre standardsettere til å høyne kravene til selskapsstyring, kan man lettere holde styret og ledelsen ansvarlig for sine beslutninger og styrke beskyttelsen av aksjonærens rettigheter. Det er en effektiv måte å sikre verdier i fondet på lang sikt.

Norges Bank arbeidet i 2009 for bedre standarder for styring og kontroll av selskaper i USA, Storbritannia, Nederland, Brasil, Sverige og Kina. Banken deltok i tillegg i utarbeidelsen av nye globale prinsipper for selskapsstyring gjennom investornettverket International Corporate Governance Network (ICGN).

I USA arbeidet Norges Bank for uavhengige styreledere og økt konkurranse om styreverv. I Storbritannia foreslo Norges Bank at styremedlemmer må gjenvelges årlig. Overfor Hong Kong-børsen støttet banken krav til økt transparens hos lete- og utvinningsselskaper i forbindelse med prosjektvurderinger og miljøkonsekvenser. I Nederland, Brasil, Sverige og Hong Kong la Norges Bank vekt på likebehandling og beskyttelse av aksjonærer, særlig i forbindelse med oppkjøps-situasjoner. For eksempel ble reglene på Stockholm-børsen endret i oktober i tråd med anbefalinger fra Norges Bank og andre investorer, slik at kjøpere av selskaper må betale samme pris for aksjer med redusert stemmerett som for aksjer med forhøyet stemmerett.

Bransjesamarbeid

I noen tilfeller er erfaringen at de beste resultatene oppnås når dialogen føres med flere selskaper i samme sektor for å få effekt på en hel bransje. I juni 2009 opplyste selskapene Monsanto, Bayer, Syngenta og DuPont at de hadde inngått et samarbeid for å bekjempe barnearbeid innen frøproduksjon. Samarbeidet ble initiert av Norges Bank. Industristandarden CropLife Position on Child Labor in the Seed Supply Chain ble utgitt av en global bransjeorganisasjon for planteforskningsindustrien. Standarden redegjør for den felles innsatsen selskapene vil gjøre for å eliminere bruken av barnearbeid hos leverandører og andre samarbeidspartnere innen frøsektoren. Banken vil fortsette sin dialog med de fire selskapene.

Oppfølging av enkelt-selskaper

Norges Bank vil unntaksvis offentliggjøre sin kommunikasjon med selskaper. I oktober 2009 sendte banken et åpent brev til styret i Volkswagen AG der selskapet ble kritisert for å ha gitt utilstrekkelige opplysninger om transaksjoner med Volkswagens morselskap, Porsche SE, og selskapets eierfamilier, Porsche og Piëch. Disse familiene kontrollerer Porsche SE og har dermed også indirekte kontroll over Volkswagen AG.

Det er prinsipielt og økonomisk sett viktig for Norges Bank å unngå at kontrollerende eiere kan berike seg på bekostning av aksjonærfellesskapet.

Norges Bank har innenfor satsingsområdene barns rettigheter, klimaendring og vannforvaltning formulert sine forventninger til selskapene i egne forventningsdokumenter. I disse dokumentene beskriver banken hvordan selskapene bør håndtere risiko knyttet til disse faktorene. Norges Banks målsetting er å sikre at selskapenes forretningsdrift skaper langvarig positive økonomiske resultater med akseptable samfunnsmessige og miljømessige virkninger. Dokumentene brukes både som utgangspunkt for kartlegging og analyse av ulike sektorer, og som grunnlag for tilbakemelding og dialog med enkelt-selskaper. Allmennheten får anledning til å gi innspill til utformingen av forventningsdokumenter gjennom en konsultasjonsprosedyre som ble besluttet i etterkant av evalueringen av de etiske retningslinjene i 2009.

Norges Bank legger opp til en systematisk rapportering av hvordan selskaper i porteføljen imøtekommer forventningene til håndtering av risiko forbundet med klimaendringer, vannforvalt-

ning og barns rettigheter. Den første rapporten av denne typen vurderte i hvilken grad 430 selskaper innfridde Norges Banks forventninger om barns rettigheter i 2008. Basert på funn i rapporten kontaktet banken selskapene som ikke hadde retningslinjer om barnearbeid og foreslo hvordan deres håndtering av barns rettigheter kunne forbedres. I en ny rapport av selskapenes atferd ett år senere fant Norges Bank at 33 prosent av de 135 selskapene som ble kontaktet hadde forbedret sine resultater og sin rapportering når det gjelder barnearbeid og barns rettigheter.

Antallet selskaper som offentliggjør retningslinjer om barnearbeid, hadde økt med 62 prosent, mens antallet selskaper som sier at de vurderer risiko forbundet med barnearbeid, var blitt mer enn tredoblet. Det var også en økning i antallet selskaper som rapporterte forebyggende og korrigerende handlingsplaner når det gjelder barnearbeid, både i direkte aktiviteter og i forsyningskjeder. Disse forbedringene var tydeligst innenfor sektorene kakaoproduksjon og detaljhandel med tekstiler. Gruve- og stålselskapene hadde et økende antall retningslinjer om barnearbeid. Åpenheten ble forbedret i alle sektorer.

I temaartikkelen i kapittel 9 i denne meldingen er bruken av forventningsdokumenter omtalt nærmere.

3.4.3 Eierskapsarbeidet i Folketrygdfondet

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter i SPN. Retningslinjene bygger på «*Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse*» og FNs Global Compact, samt OECDs prinsipper for eierstyring og for flernasjonale selskaper. Folketrygdfondet har formelt sluttet seg til og signert de FN-initierte «Principles for Responsible Investment» (PRI). Disse prinsippene er nærmere beskrevet i boks 3.6.

Ved utgangen av 2009 besluttet Folketrygdfondet å støtte Carbon Disclosure Project (CDP). Folketrygdfondet vil gjennom sin deltakelse i CDP få tilgang til informasjon om selskapers klimastrategier som kan brukes til å evaluere de ulike selskapenes håndtering av potensielle risikoer og muligheter knyttet til klimaforandringer og ledelsens behandling av disse spørsmålene.

Det overordnede målet med Folketrygdfondets eierskapsutøvelse er å sikre fondets finansielle interesser. For å bidra til å fremme langsiktig verdiskaping har Folketrygdfondet definert etiske prinsipper for investeringsvirksomheten som en integrert del av retningslinjene for eierskapsutøvelsen.

Sentrale temaer i eierskapsutøvelsen

God eierstyring og selskapsledelse skal ivareta eierens og andre interessenters rettigheter overfor selskapene, samt sikre at styringsmekanismene i selskapene fungerer hensiktsmessig. Viktige prinsipper i Folketrygdfondets eierskapsstyring er:

- Sikre etableringen av et klart verdigrunnlag og etiske retningslinjer
- Sikre likebehandling av aksjonærene
- Sikre aksjonærenes rettigheter og mulighet for eierskapsutøvelse
- Sikre at styrevalg forberedes grundig, relateres til definerte kompetansekrav og forankres hos aksjonærene
- Sikre at det blir etablert kompensasjonsmodeller som er målrettede og forsvarlige, og som ikke forringer aksjonærverdier.

Folketrygdfondets styre vedtok i desember 2007 etiske prinsipper for forvaltningen av SPN som bygger på de etiske prinsippene som ble fastsatt i 2004, jf. omtale i St.meld. nr. 16 (2007-2008).

Folketrygdfondet rapporterer årlig om sin utøvelse av eierrettigheter og legger normalt fram sin eierskapsrapport om høsten. Rapporten redegjør for hvilke aktiviteter Folketrygdfondet har utført for å ivareta sine eierinteresser, og omfatter blant annet følgende:

- Særskilte saker behandlet på generalforsamlingene
- Aktuelle saker Folketrygdfondet har tatt opp med selskapene
- Antall og type verv ansatte i Folketrygdfondet innehar

For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det som viktig å følge opp selskapenes lederlønnspolitikk. Dette innebærer blant annet å vurdere hvorvidt lederlønnsordningene er utformet slik at de faktisk bidrar til en mer effektiv og resultatorientert selskapsledelse. Folketrygdfondet ser også på eventuelle opsjonsordninger og hva disse innebærer av verdioverføring fra aksjonærene til ledelsen i selskapene.

Informasjonsinnhenting og selskapsdialog

For å sikre en mest mulig objektiv og presis vurdering av selskapenes etiske holdninger og handlinger, innhenter Folketrygdfondet informasjon fra offentlig tilgjengelige kilder som årsrapporter,

media og internett, og informasjon direkte fra selskapene.

Folketrygdfondet deltar nå i prosjektet Bærekraftig Verdiskaping sammen med landets største investorer. Dette er et uformelt investorsamarbeid for å fremme en bærekraftig utvikling og langsiktig verdiskaping i norske, børsnoterte selskaper. Samarbeidet øker tilfanget og bredden i informasjon med potensiell relevans for SPNs langsiktige avkastning, jf. omtale nedenfor.

I 2009 har Folketrygdfondet tilført mer ressurser til arbeidet med ansvarlige investeringer, særlig knyttet til analyse. På denne måten kan Folketrygdfondet gjøre mer helhetlige analyser av hvordan enkeltelskaper arbeider med selskapsstyring, menneskerettigheter, etikk, miljøtiltak og andre forhold som kan ha betydning for verdiskapingen på lang sikt. Dette har medført at disse problemstillingene i større grad enn tidligere, tas opp i møter med ledelsen i selskapene.

Folketrygdfondet har gjennom 2009 vært i direkte dialog med flere selskaper for å forbedre deres offentlige rapportering innen miljø og samfunnsansvar. Selskapenes arbeid for å redusere samfunnsmessig og miljømessig risiko bør være synlig for investor. Folketrygdfondet har gjort selskapene oppmerksomme på at de ønsker en utvidet rapportering innenfor disse områdene og vil fortsette å følge opp dette i 2010.

Folketrygdfondet har i dialog med et porteføljeselskap etterlyst retningslinjer for overholdelse av menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter for et av selskapets datterselskap. Selskapet svarte at de vil vurdere å utvikle klare retningslinjer for dette datterselskapet. Folketrygdfondet har planer om å følge opp dette engasjementet med videre dialog i 2010.

Virkemidler

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, barnarbeid, miljøskade, korrupsjon og andre brudd med grunnleggende etiske normer. Det benyttes ulike metoder i oppfølgingen av de ulike delporteføljene.

Folketrygdfondets investeringsfilosofi er basert på at eierskapsutøvelse er det mest hensiktsmessige virkemiddelet for oppfølging av den norske aksjeporteføljen. Dersom det oppstår situasjo-

ner som gir grunnlag for å stille spørsmål ved et selskap fondet er investert i, tas problemstillingen opp med selskapet. På denne måten søkes det å påvirke selskapet til å rette opp uakseptable forhold. Eierskap i rentepapirer gir ikke samme eierrettigheter og innebærer dermed heller ikke samme eieransvar som aksjeplasseringer. Folketrygdfondet forholder seg likevel både til etiske og andre problemstillinger også når det gjelder renteinvesteringer. Dersom brudd på Folketrygdfondets investeringsprinsipper avdekkes, vil aktuelle tiltak bli vurdert og iverksatt. Et mulig tiltak er eierskapsutøvelse gjennom dialog. For norske selskaper hvor fondet har både aksje- og renteplasseringer, har en et noe bredere spekter virkemidler til rådighet i selskapskontakten, blant annet gjennom adgangen til å stemme på generalforsamlinger.

For investeringer i nordiske aksjer og rentepapirer følges de beslutninger Finansdepartementet tar på bakgrunn av anbefalingene fra Etikkrådet for SPU. Dette betyr at dersom Finansdepartementet beslutter at det er selskaper SPU ikke skal investere i, trekkes de samme selskapene også ut av investeringsuniverset til SPN. I tråd med denne ordningen har Folketrygdfondet solgt seg ut av et nordisk selskap som produserer tobakk.

Oppfølging av enkeltelskaper

Folketrygdfondet overvåker kontinuerlig aksje- og renteporteføljen gjennom internettsøk i redaksjonelle kilder verden over. Slik overvåkes mer enn 80 000 redaksjonelle kilder, og over en halv million nyhetsartikler gjennomføres daglig. Søkene er systematisert, og Folketrygdfondet får melding dersom selskaper i porteføljen knyttes til sentrale etiske spørsmål som korrupsjon, menneskerettigheter, barnarbeid og miljø. Hensikten er å følge med på om selskapene etterlever sine egne retningslinjer. Tilsvarende overvåking er også etablert for obligasjonsinvesteringene.

Deltakelse i internasjonale initiativer og samarbeid med andre investorer

Folketrygdfondet sluttet seg til og signerte FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (FNs PRI) i 2008. Ved å signere PRI forplikter organisasjonen seg til et «følg eller forklar»-prinsipp. I Folketrygdfondets eierrapport for 2009 er det redegjort for hvordan Folketrygdfondet følger opp FNs prinsipper.

Ved utgangen av 2009 besluttet Folketrygdfondet å slutte seg til Carbon Disclosure Project (CDP) 2010. CDP er en uavhengig ikke-kommerisiell organisasjon som opprettholder verdens største database av selskapers håndtering av klimagassutslipp, herunder måling og rapportering. Målgruppen for CDP er børsnoterte selskaper, men også investorer støtter CDPs formål. CDP utarbeider en årlig spørreundersøkelse knyttet til klimaendringer og klimagassutslipp til verdens største børsnoterte selskaper. Informasjonen fra selskapene kan bli brukt til å evaluere risiko og muligheter knyttet til klimaforandringer og ledelsens behandling av problemstillingen i selskaper Folketrygdfondet eier eller ønsker å investere i.

Folketrygdfondet har i 2009, for andre gang, deltatt i prosjektet Bærekraftig Verdiskaping. Prosjektets formål er aktivt å påvirke norske børsnoterte selskaper til en bærekraftig utvikling som 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. God eierstyring og selskapsledelse er et viktig element for å sikre en bærekraftig verdiskaping.

Spørreskjemaet ble sendt til 73 av de største selskapene på Oslo Børs i 2009, hvorav 34 selskaper (47 pst.) svarte. Undersøkelsen viste at det er stor variasjon i hvor langt selskapene har kommet i arbeidet med en ansvarlig og bærekraftig forretningsdrift. Helse, miljø og sikkerhet (HMS) og ansvarlig forretningsdrift er de to områdene som flest selskaper behandler i styret, og hvor flest mener at de har styrerepresentanter med kompetanse på området. HMS er også det området hvor flest selskaper helt eller delvis har styringssystem, kontrollrutiner, setter seg mål, og hvor manglende etterlevelse får effekt på avlønningen av le-

delsen. Meneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter er de områdene hvor selskapene samlet oppnår lavest resultat. Undersøkelsen viste også at selskapene scorer relativt høyt for «retningslinjer» og for «styrets ansvarlighet», og relativt lavt på «rapportering og kommunikasjon».

Resultatene fra den andre runden med spørreskjemaet viste en positiv utvikling og framgang blant selskapene i forhold til 2008. For eksempel har fire selskaper som ikke besvarte spørreskjemaet i 2008 valgt å svare i 2009. I tillegg har flere selskaper oppnådd markant bedre score i 2009, sammenliknet med 2008, og i 2009 var det ingen selskaper som scoret i den laveste kvartil, mot tre i 2008. Dette tyder på at initiativet øker bevisstheten og tiltak rundt problemstillinger som god selskapsstyring, etikk og miljøtiltak blant norske selskaper.

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 2009 vil bli innarbeidet i Folketrygdfondets løpende analyse av selskapene det investeres i, samt danne grunnlag for dialog med selskapsledelsen.

3.4.4 Rapportering om arbeidet med utelukkelse av selskaper fra SPU

Innledning

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. Kriteriene er gjengitt i boks 3.8. Pr. 15. mars 2010 har Finansdepartementet totalt utelukket 48 selskaper basert på råd fra Etikkrådet. En oversikt over disse selskapene er gitt i tabell 3.5 og 3.6.

Tabell 3.5 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, L3 Communications Holdings Inc., Lockheed Martin Corp., Raytheon Co.,
	31. desember 2007	Hanwha Corporation
	31. desember 2008	Textron Inc.
	30. november 2009	Poongsan Corporation New
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.

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

Tabell 3.6 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
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
Grove brudd på grunnleggende etiske normer	31. august 2009	Elbit Systems Ltd.

Kilde: Finansdepartementet

Boks 3.8 Kriterier for utelukkelse fra SPU

Produktbasert utelukkelse

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

- produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper
- produserer tobakk
- selger våpen eller militært materiell til stater nevnt i punkt 3.2 i de utfyllende retningslinjene for forvaltningen av fondet, per i dag Myanmar (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 laservåpen, klasevåpen og kjernevåpen. Fondet skal ikke investere i selskaper som utvikler eller produserer sentrale komponenter til denne typen våpen.

I St.meld. nr. 16 (2007–2008) la Regjeringen opp til at SPU ikke skal investere i selskaper som selger våpen og våpenteknologi til regimer som står oppført på listen over de lands statsobligasjoner fondet er avskåret fra å investere i. Dette betyr per i dag at fondet ikke skal investere i selskaper som selger våpen til Burma.

I St.meld. nr. 20 (2008-2009) foreslo Finansdepartementet at tobakksprodusenter skulle utelukkes fra SPU. Forslaget fikk tilslutning fra Stortinget. Det nye produktbaserte utelukkelseskriteriet er begrenset til tobakksproduktet og omfatter ikke tilhørende produkter som filter og smakstilsetninger eller salg av tobakksprodukter. Alle selskaper som dyrker tobakksplanter eller bearbeider tobakk fram til sluttproduktet, skal utelukkes uavhengig av om tobakksproduksjonen utgjør en stor eller en liten del av selskaps virksomhet. I tråd med dette avga Etikkrådet den 22. oktober 2009 en tilråding om å utelukke 17 selskaper fra SPU. Et av disse var også i porteføljen til SPN, og er utelukket også derfra.

Samlet sett har Finansdepartementet utelukket 37 selskaper fra fondet på grunnlag av de

produktbaserte kriteriene. 19 selskaper er utelukket som følge av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, 17 selskaper som følge av tobakksproduksjon og ett selskap som følge av salg av militært materiell til Burma.

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. I 2009 har Finansdepartementet etter tilråding fra Etikkrådet opphevet utelukkelsen av selskapene Thales SA. og United Technologies Corp. Disse selskapene var tidligere utelukket på grunnlag av henholdsvis produksjon av klasevåpen og kjernevåpen.

Atferdsbasert utelukkelse

Selskaper skal utelukkes fra fondet på grunn av handlinger eller unnlaterelser som innebærer en uakseptabel risiko for at fondet gjennom sin investering medvirker til:

- 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
- andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

I alt er 11 selskaper utelukket fra SPU etter disse kriteriene. Tre av selskapene er utelukket på grunnlag av medvirkning til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, syv selskaper er utelukket fordi de forårsaker grov miljøskade, mens ett selskap er utelukket på grunnlag av andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer. Det kan være grunn til å utelukke enkelte selskaper basert på flere av kriteriene, slik som for eksempel selskapet Vedanta Resources.

Boks 3.8 (forts.)

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. Avdekket det nye korrupsjonstilfeller i selskapet, vil det være svært lav terskel for å utelukke det. Etikkrådet og Norges Bank avgir årlig en rapport til Finansdepartementet om utviklingen i selskapet. Som følge av revideringen av de etiske retningslinjene har en formalisert ordningen for observasjon av selska-

per. Etikkrådet vil nå kunne tilrå Finansdepartementet å sette et selskap til observasjon, og Finansdepartementet kan velge å benytte observasjonslisten uavhengig av om Etikkrådet tilrår utelukkelse eller observasjon.

Finansdepartementet opphevet i 2009 utelukkelsen av selskapet DRD Gold Ltd. etter tilråding fra Etikkrådet. DRD Gold Ltd. var utelukket fordi det deponerte avgangsmasser fra gruvevirksomhet i en elv, men ble tatt inn igjen fordi selskapet hadde solgt seg ut av den aktuelle gruve.

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 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 faktisk er i strid med retningslinjene. Normalt vil Etikkrådet kontakte selskaper hvis det er grunn til å tro at de har virksomhet i strid med retningslinjene. Selskapene som nå er utelukket på grunnlag av produksjon av tobakk, ble likevel ikke kontaktet fordi selskapene var klassifisert som tobakksselskaper i fondets referanseindeks, og fordi selskapene gjorde rede for sin tobakksproduksjon på sine nettsider.

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.

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 vanskeligere å avgjøre om forutsetningene for atferdsbasert utelukkelse er oppfylt. Det er også vanskeligere 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 foreligge 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. Blant disse velger rådet ut de mest alvorlige hendelsene for videre undersøkelser.

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 selskaper der det er en uakseptabel risiko for at brudd på de etiske retningslinjene pågår og antas å ville fortsette framover. Ofte beskyldes flere selskaper for liknende normbrudd i månedsrapportene. For å identifisere de alvorligste norm-

bruddene, forsøker Etikkrådet å se slike saker i sammenheng. I enkelte tilfeller gjennomgår også Etikkrådet hele sektorer i porteføljen.

I de videre undersøkelsene 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 normbruddene kan dokumenteres, og at anklagene mot selskapet kan underbygges med fakta. Videre må det være en uakseptabel risiko for at normbruddene vil fortsette i framtiden. I mange tilfeller viser nærmere utredninger at anklagene er mindre alvorlige enn først antatt. Det kan være gamle hendelser som rapporteres på nytt, 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.

Ofte er det behov for utfyllende informasjon for å belyse saker utover det som finnes i offentlig tilgjengelige kilder. I dette arbeidet benytter Etikkrådet konsulentselskaper, forskningsmiljøer og frivillige organisasjoner, ofte i det landet der de påståtte normbrudd finner sted. Dette kan omfatte feltarbeid og vurderinger av dokumentasjon. Rådet legger stor vekt på å sikre kvalitet og konfidensialitet i dette arbeidet. I 2009 inngikk Etikkrådet en rammeavtale med et konsulentselskap som kan bistå ved nærmere undersøkelser av selskaper.

Etikkrådet kontakter selskaper rådet mener bør utelukkes, og ber dem kommentere grunnlaget som anbefalingen om utelukkelse bygger på. Selskapene kan også bli bedt om å besvare konkrete spørsmål. Etikkrådet legger vekt på å be-

skrive grunnlaget for tilråding om utelukkelse i detalj og å gi grundig dokumentasjon. Framsatte påstander underbygges med konkrete kildehenvisninger, ofte fra flere kilder. Når Etikkrådet henvender seg til selskaper, får selskapet informasjon om de etiske retningslinjene og hvilke forhold som etter kriteriene i retningslinjene vil kunne lede til utelukkelse. Rådet har i flere saker hatt møter med selskaper som har ønsket å gi ytterligere informasjon.

Det er neppe mulig å fange opp alle selskaper som til enhver tid medvirker til grove normbrudd verden over. Til tross for at Etikkrådet nå har iverksatt et særskilt nyhetssøk på asiatiske selskaper, er det fortsatt begrenset informasjonstilfang om selskaper fra disse framvoksende markedene. For å styrke informasjonsinnhenting har rådet også inngått en rammeavtale med en konsulent med kompetanse til å vurdere selskaper i slike markeder. Det er likevel svært krevende å innhente konkret og pålitelig dokumentasjon fra land som ikke praktiserer åpenhet i offentlig forvaltning, eller der det kan være ulovlig eller farlig å spre informasjon om selskapers virksomhet.

Det er heller ikke slik at man kan gjennomføre umiddelbare uttrekk basert på eksempelvis medieoppslag, selv om disse er både alvorlige og troverdige. En viktig styrke ved de etiske retningslinjene ligger i at de implementeres på en forutsigbar og troverdig måte over tid. Dette innebærer at Etikkrådet må få tilstrekkelig tid til å gjennomføre prosesser og vurderinger i aktuelle saker, herunder at selskapene må få mulighet til å gi sin versjon av saken, eller til å iverksette nødvendige tiltak. Bare ved en slik grundig behandling vil de etiske retningslinjene kunne få gjennomslag også hos andre investorer, og slik få betydning utover den direkte effekten for fondets egne investeringer.

4 Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen

4.1 Innledning

Finansdepartementet har fastsatt retningslinjer for Norges Banks og Folketrygdfondets forvaltning av henholdsvis SPU og SPN. Retningslinjene beskriver de overordnede investeringsrammene i form av referanseindekser og rammer for aktiv forvaltning. Videre inneholder retningslinjene kvalitative bestemmelser om risikostyring og rapportering, samt regler om ansvarlig investeringspraksis. Departementets retningslinjer er rammepreget og prinsippbaserte, og forutsetter at forvalter fastsetter mer detaljerte interne regler.

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

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

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

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

I avsnitt 4.2 gjøres det rede for departementets arbeid med å fastsette nye regler for forvaltningen av SPU. Det er i den forbindelse gjort rede

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

4.2 Nye regler for forvaltningen av SPU

4.2.1 Innledning

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

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

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

- forskrift 22. desember 2005 nr. 1725 om forvaltningen av SPU
- utfyllende retningslinjer for forvaltningen av SPU

- forvalteravtale mellom Norges Bank og Finansdepartementet av 12. februar 2001

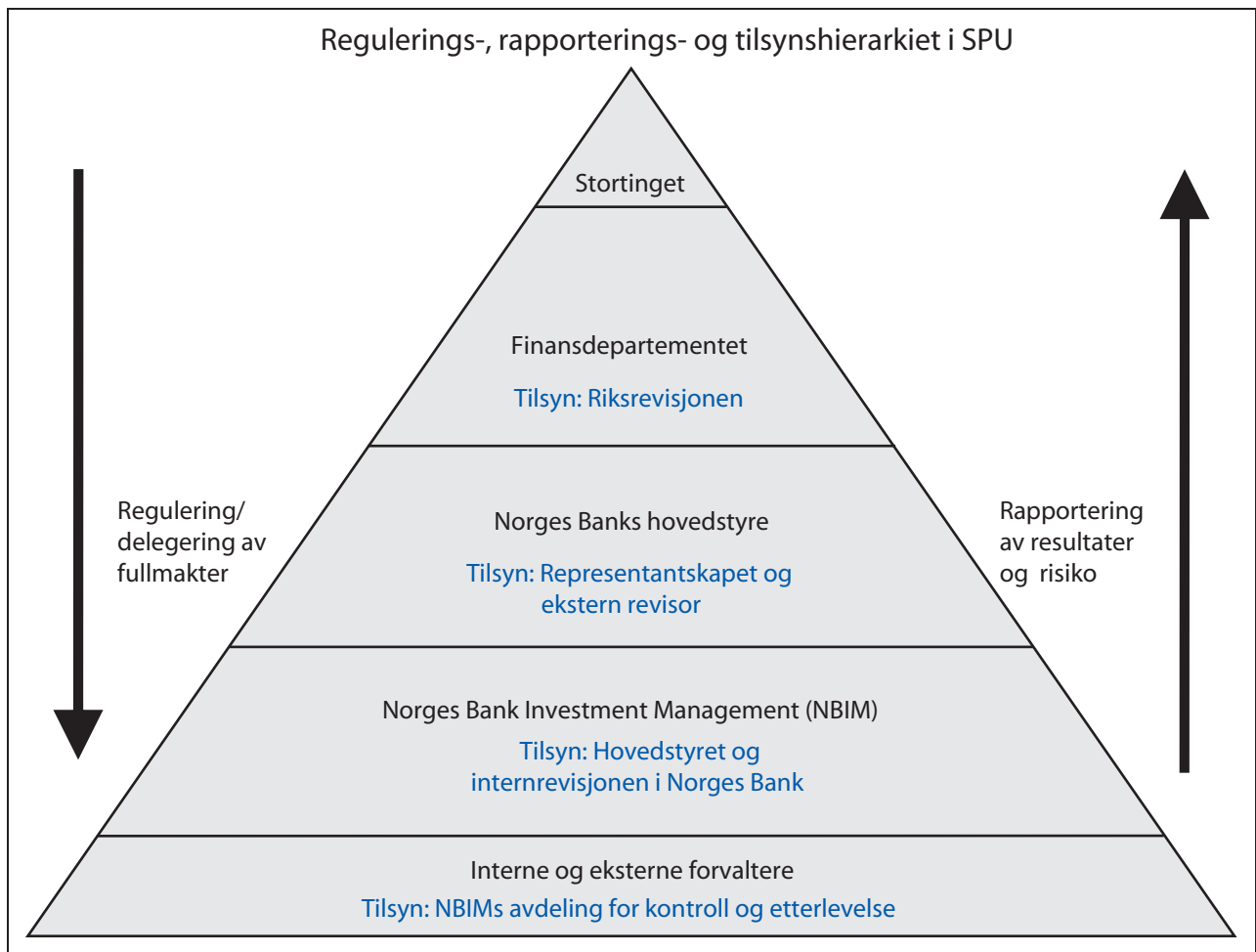
Blant sentrale temaer i utkastet til nye regler som ble sendt på høring var:

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

Høringsinnspillene fra Riksrevisjonen og Norges Bank avdekket ulike syn på hvor detaljerte reglene om forvaltningen av SPU bør være. Riksrevi-

sjonen ga i sitt høringssvar uttrykk for at de foreslåtte reglene ville innebære for stor grad av delegering til Norges Bank, og stilte spørsmål ved om departementet i tilstrekkelig grad kan oppfylle sitt kontroll-, styrings- og oppfølgingsansvar slik forslaget var utformet. Norges Bank argumenterte på sin side for at departementet på enkelte områder gikk for langt i å detaljregulere bankens forvaltning. Banken ga uttrykk for at dersom en skal kunne forvalte fondet på en forsvarlig måte, må det nye regelverket ikke være så detaljert at hovedstyrets rolle og ansvar blir uklart sammenholdt med departementets eierstyring. Etter bankens syn er det en risiko for at departementet i praksis trer inn i hovedstyrets rolle dersom reglene er for detaljerte.

Som det framgikk av St.meld. nr. 16 (2008-2009), la Finansdepartementet opp til at de nye reglene om forvaltningen av SPU skulle tre i kraft 1. januar 2010. Departementet har imidlertid kommet til at det er hensiktsmessig at Stortinget får anledning til å drøfte ansvars- og rollefordelin-



Figur 4.1 System for regulering, rapportering og tilsyn vedrørende forvaltningen av SPU

Kilde: Finansdepartementet

gen mellom Finansdepartementet og Norges Bank på et mer prinsipielt grunnlag før de nye reglene endelig fastsettes.

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

4.2.2 Regulering, rapportering og tilsyn vedrørende forvaltningen av SPU

Systemet for regulering, tilsyn og rapportering vedrørende forvaltningen av SPU er illustrert i figur 4.1. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i systemet, mens rapportering av resultater og risiko går oppover. Regelverket og delegeringsfullmakter vil nødvendigvis måtte bli mer detaljerte jo lenger ned i pyramiden en kommer. I figuren er også angitt hvilke organer som fører tilsyn på de enkelte nivåene.

Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond gitt Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av SPU. Samtidig forutsetter loven at den operative forvaltningen skal ivaretas av Norges Bank, jf. pensjonsfondloven § 2 annet ledd. Loven påleg-

ger departementet å fastsette nærmere regler for hvordan forvaltningen skal gjennomføres, men uten at forarbeidene gir nærmere føringer for oppgavefordelingen mellom departementet og Norges Bank. Departementet har fastsatt regler om Norges Banks forvaltning av SPU. Hovedstyret har opprettet et eget virksomhetsområde for kapitalforvaltning – Norges Bank Investment Management (NBIM) – til å stå for den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningen. Hovedstyret har fylt ut departementets overordnede regler gjennom fastsettelse av prinsipper for risikostyring i kapitalforvaltningen og mandat og stillingsinstruks for lederen av NBIM. Lederen av NBIM fastsetter igjen mer detaljerte interne og eksterne regler og mandater for den operative gjennomføringen.

Oppover i systemet skjer det en løpende rapportering. Hvert ledd i systemet har en egen tilsynsenhet som mottar rapportering fra, og utøver tilsyn med, leddet under. Unntaket fra dette prinsippet er at Norges Banks hovedstyre er gjenstand for tilsyn fra det stortingsoppnevnte representantskapet, som også oppnevner bankens revisor. De enkelte organenes regelverksansvar, og tilsyns- og kontroll- og rapporteringsform framgår av tabell 4.1.

Tabell 4.1 SPU – regulering, tilsyn og rapportering

Organ	Regelverksansvar	Tilsynsform	Rapportering
Stortinget	Gir overordnede retningslinjer i form av lov (lov om Statens pensjonsfond og sentralbankloven) samt gjennom behandling av stortingsdokumenter om forvaltningen av fondet.	Mottar og behandler meldinger til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond, Riksrevisjonens rapport om den årlige revisjon og kontroll (Dokument nr 1) samt uttalelse fra representantskapet om tilsyn med banken. Oppnevner Riksrevisorene og Norges Banks representantskap.	Innstillinger og lovvedtak.
Riksrevisjonen		Forvaltningsrevisjon av Finansdepartementet, jf. lov om Riksrevisjonen § 9 tredje ledd. Revisjon av posten SPU i statsregnskapet, jf. lov om Riksrevisjonen § 9 første ledd. Fører kontroll med statsrådets myndighetsutøvelse, jf. sentralbankloven § 2 fjerde ledd.	Avgir rapport om den årlige revisjon og kontroll (Dokument nr 1) til Stortinget.

Tabell 4.1 SPU – regulering, tilsyn og rapportering

Organ	Regelverksansvar	Tilsynsform	Rapportering
Finansdepartementet	Gir nærmere regler om Norges Banks forvaltning i medhold av lov om Statens pensjonsfond § 2 og § 7 samt fastsetter forskrift om risikostyring og internkontroll i Norges Bank.	Følger opp investeringsstrategi og økonomiske resultater. Gir innpill til representantskapet om utforming av attestasjonsoppdrag innen bankens kapitalforvaltning. Bruker ved behov særskilte konsulenter for å følge opp risikostyring mv. i Norges Bank.	Avgir melding til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond og Finansmarkedsmeldingen der Norges Banks virksomhet gjennomgås. Rapporterer til Stortinget om fondet i Nasjonalbudsjettet hver høst.
Norges Banks representantskap	Fastsetter regnskapsregler for Norges Bank. Det legges opp til at bankens regnskapsregler vil framgå av en egen forskrift gitt i medhold av sentralbankloven med virkning fra 1. januar 2011.	Fører tilsyn med bankens drift og med at reglene for bankens virksomhet blir fulgt, jf. sentralbankloven § 5 tredje ledd. Velger eksterne revisor for Norges Bank og fastsetter bankens budsjett og regnskap.	«... representantskapets uttalelse om hovedstyrets protokoller og tilsynet med banken sendes departementet for å forelegges Kongen og meddeles Stortinget.», jf. sentralbankloven § 30 annet ledd. Offentliggjør eventuelle særskilte attestasjonsuttalelser fra eksterne revisor.
Representantskapets faste komité og sekretariat		Fungerer som saksforberedende organ for representantskapet. Sekretariatet gjennomfører løpende tilsynsoppgaver i Norges Bank på vegne av representantskapet.	Avgir rapporter til representantskapet.
Norges Banks eksterne revisor		Reviderer bankens regnskaper, jf. sentralbankloven § 30 a. Utfører attestasjonsoppdrag på oppdrag fra representantskapet.	Avgir revisjonsberetning til representantskapet. Bekrefter årsregnskap for SPU overfor Finansdepartementet.
Norges Banks hovedstyre	Gir regler for NBIMs forvaltning som fyller ut og supplerer regler om forvaltningen av SPU gitt av Finansdepartementet. Fastsetter investeringsmandater for NBIM og stillingsinstruks for daglig leder i NBIM.	Skal påse at bankens virksomhet, herunder regnskap og formuesforvaltning, er gjenstand for betryggende styring og kontroll. Fungerer i realiteten som et bedriftsstyre overfor NBIM.	Avgir kvartals- og årsrapporter om forvaltningen av SPU til Finansdepartementet. Avgir rapporter til representantskapet. Framlegger årsregnskap og budsjett for godkjenning av representantskapet.
Hovedstyrets revisjonsutvalg		Fungerer som saksforberedende organ for hovedstyret innen hovedstyrets tilsynsfunksjoner, jf. forskrift om internkontroll og risikostyring i Norges Bank (internkontrollforskriften) § 10.	Rapporterer regelmessig til hovedstyret om sitt arbeid.
Norges Banks internrevisjon		Kontrollerer løpende bankens virksomhet i henhold til anerkjente revisjonsstandarder, jf. internkontrollforskriften 9.	Rapporterer regelmessig til revisjonsutvalget og hovedstyret. Avgir rapport til hovedstyret om risikostyringen og internkontrollen minst én gang per år, jf. internkontrollforskriften § 9.
NBIMs avdeling for kontroll og etterlevelse		Egen enhet for operasjonell risikostyring, kontroll og etterlevelse.	Avgir løpende rapportering til hovedstyret om etterlevelse av retningslinjer, operasjonell risiko og eventuelle uønskede hendelser.

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Etter sentralbankloven § 2 gjelder det særlige regler for statsmyndighetenes adgang til å fatte vedtak om Norges Banks virksomhet. Vedtak kan bare fattes av Kongen i statsråd, etter at banken har fått anledning til å uttale seg. Melding om vedtak skal snarest mulig sendes Stortinget. Denne særskilte framgangsmåten gjelder imidlertid bare for de oppgavene som er regulert av sentralbankloven, det vil si de tradisjonelle sentralbankoppgavene. Etter pensjonsfondloven er det Finansdepartementet som er ansvarlig for forvaltningen av SPU, mens Norges Bank er operativ forvalter. Når banken på denne måten utfører oppgaver på vegne av departementet, kan banken instrueres uavhengig av framgangsmåten i sentralbankloven § 2, jf. Ot.prp. nr. 25 (1984-85) Om lov om Norges Bank og pengevesenet side 26.

Dermed er det i prinsippet verken innholdsmessige eller formmessige skranker for departementets adgang til å instruere banken om hvordan forvaltningen av SPU skal foregå, og det blir et hensiktsmessighetsspørsmål hvordan arbeidsoppgaver skal fordeles organisasjonsnivåene imellom. Spørsmålet i det følgende er hvordan grensen mellom Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre skal trekkes opp, jf. figur 4.1.

4.2.3 Ansvars- og rolledelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank

Som nevnt forutsetter lov om Statens pensjonsfond at den operative gjennomføringen av forvalteroppdraget skal foretas av Norges Bank, etter retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet. Loven og dens forarbeider gir imidlertid ikke nærmere føringer for oppgavefordelingen eller nærmere regler for hvordan Finansdepartementet skal utøve sitt forvalteransvar. Det er dermed i utgangspunktet opp til departementet å bestemme hvilke oppgaver som skal utføres i departementet, og hvilke som skal utføres i banken.

Reguleringen av arbeids- og rollefordelingen mellom departementet og banken kan gjøres på ulike måter.

Et ytterpunkt er ingen eller liten grad av delegering, hvor forvaltningen enten foregår i departementet eller hvor bankens oppgaver består i å implementere instruksjoner gitt av departementet innen alle deler av forvaltningen, slik som strategi, gjennomføring av enkelthandler, risikostyring og rapportering.

Departementet har tidligere gitt uttrykk for at det er verken mulig eller ønskelig at denne typen virksomhet detaljreguleres og løpende styres fra

departementet, jf. St.meld. nr. 20 (2008-2009) side 36. Dette generelle utgangspunktet har også bred støtte i Stortinget. I forbindelse med behandlingen av St.meld. nr. 20 (2008-2009) uttalte en samlet finanskomité, jf. Innst. S. nr. 277 (2008-2009) side 21:

«Komiteen deler i den forbindelse 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.»

Følgelig er dette ytterpunktet ikke et reelt alternativ.

Et annet ytterpunkt ville være full delegering, hvor banken selv fastsetter strategien og regler for risikostyring og rapportering.

Dagens regelverk for SPU kan sies å ligge et sted mellom disse ytterpunktene.

Utfordringen er også i tiden framover å finne en riktig balanse mellom tilstrekkelig styring og oppfølging, og nødvendig grad av delegering. Sett i internasjonal sammenheng har graden av delegering i SPU hittil vært liten. 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 har følgelig i langt større grad delegert konkretiseringen av investeringsstrategien til forvalter enn det som gjelder for SPU.

Finanskrisen har understreket betydningen av at risikonivået i SPU 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 et risikonivå i fondet som er i tråd med politiske myndigheters ønsker. Hvordan ønsket risikonivå kan komme til uttrykk, vil imidlertid variere med type investering.

For noterte aksjer og obligasjoner legger departementet til grunn at det skal være en reell delegering av den operative gjennomføringen av forvaltningen til Norges Bank i tråd med komiteens merknader. Dette synet innebærer en nokså stor grad av frihet for banken til å fastsette nærmere, konkrete bestemmelser om gjennomføringen av forvalteroppdraget, herunder detaljerte bestemmelser om måling, styring og kontroll av risiko –

innenfor overordnede retningslinjer fastsatt av departementet. Mer detaljregulering fra departementets side vil i praksis kunne innebære at en flytter deler av det løpende ansvaret for den operative gjennomføringen inn i Finansdepartementet. Samtidig må reglene utformes på en slik måte at en sikrer at den operative forvaltningen skjer i samsvar med departementets og Stortingets vedtak og forutsetninger. Derfor må departementet fastsette enkelte overordnede retningslinjer.

Hittil har SPU vært investert i relativt likvide markeder der det finnes investerbare referanseindekser som kan gjenspeile eiers risikopreferanser. Disse danner utgangspunkt for regulering av risikonivået. En bedre utnyttelse av fondets særtrekk framover vil innebære at investeringsstrategien videreutvikles i retning av uoterte og andre mindre omsettbare aktiva. Det er allerede vedtatt å investere i fast eiendom, og investeringer i uoterte aksjer kan være et mulig investeringsalternativ fram i tid. For denne typen investeringer finnes ikke 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. Dette gjenspeiles i reglene departementet har fastsatt for investeringer i fast eiendom jf. omtalen i avsnitt 2.5.2.

Det grunnleggende hensynet om å bevare tillit til måten fondet forvaltes på, forutsetter stor grad av åpenhet om forvaltningen. Dette tilsier nokså detaljerte regler om offentlig rapportering. Blant annet tar departementet sikte på å pålegge banken å offentliggjøre hovedstyrets utfyllende regler for forvaltningen av SPU.

4.2.4 Nærmere om regelutforming

Den mest framtrædende risikoen i en finansiell portefølje vil være markedsrisikoen – risikoen for at verdien på porteføljen skal endre seg som følge av bevegelser i aksje- eller valutakurser, råvarepriser eller rentenivået. Porteføljens markedsrisiko vil være et resultat av avveiningen mellom ønsket forventet avkastning og risiko på lang sikt. Ønskes en høyere forventet avkastning, må en akseptere høyere markedsrisiko.

I dag er i praksis den vesentligste delen av markedsrisikoen i fondet fastlagt gjennom beslutningen om fordeling av investeringene på aksjer, obligasjoner og fast eiendom, samt departementets valg av referanseindekser. Gjenværende risi-

ko har vært bestemt av den aktive forvaltningen, jf. omtale kapittel 3.

Aktiv forvaltning er i dagens regelverk blant annet regulert i form av en tallfestet ramme for forventede svingninger i avkastningsforskjellene mellom referanseindeksen og faktisk portefølje, såkalt forventet relativ volatilitet. I tillegg er det et generelt krav om at den faktiske porteføljen skal ha god spredning på ulike verdipapirer samt krav til interne prosedyrer i banken. Rammen for relativ volatilitet kan anses som et «risikobudsjett» for aktiv forvaltning som banken kan trekke på, jf. avsnitt 2.3.

I St.meld. nr. 20 (2008-2009) uttalte departementet at det som en del av gjennomgangen av regelverket for SPU ville bli stilt strengere krav til Norges Banks aktive forvaltning. Som særlig aktuelle tiltak ble nevnt supplerende grenser for risikotaking i den aktive forvaltningen. Videre ble det opplyst at departementet ville vurdere rammer for belåning og short-posisjoner, samt selve rammen for forventet relativ volatilitet.

Finanskrisen har vist at det kan være hensiktsmessig å sette rammer for markedsrisiko langs flere dimensjoner enn forventet relativ volatilitet. Dette vil gjøre reglene mer robuste. Banken har i sitt interne regelverk valgt å sette slike supplerende kvantitative rammer.

Finansdepartementet kan i prinsippet fastsette supplerende grenser for risikotaking i den aktive forvaltningen langs flere av de samme dimensjonene. Det er imidlertid vanskelig for departementet alene å fastsette slike supplerende risikorammer uten å kjenne de fulle operasjonelle konsekvensene av slike valg. Et bedre alternativ er etter departementets oppfatning å pålegge banken å fastsette rammer, men slik at disse i forkant av planlagt ikrafttredelse skal legges fram for departementet. Et slikt alternativ innebærer at departementet ved behov kan foreta endringer. På denne måten ligger initiativet til konkret utforming av reglene hos banken, som sitter nærmere markedet og gjennomfører investeringene, samtidig som departementets styringsbehov ivaretas. Varierende markedsforhold kan tilsi et behov for en nokså løpende revurdering av rammene, men en slik modell er ikke til hinder for at rammer justeres raskt hvis det er behov for det.

I tråd med ledende praksis internasjonalt er det også ønskelig å fastsette overordnede rammer for andre hovedkategorier av risiko, blant annet kredittrisiko og motpartsrisiko.

Regelverket departementet har fastsatt for SPU i dag regulerer ikke belåning direkte. Dette

innebærer at strategier som gir opplåningseffekter kan benyttes såfremt de kvalitative og kvantitative kravene departementet har fastsatt i de overordnede retningslinjene er oppfylt.

Banken har benyttet flere investeringsstrategier som gir belåningseffekt. Et eksempel er utlån av verdipapirer mot pant. Pant i form av mottatte kontanter reinvesteres og tillegges fondets fordringer og framstår samtidig som gjeld i balansen (fordi det skal betales tilbake). Et annet eksempel er strategier for å utnytte forskjellige rentenivåer i rentepapirer gjennom bruk av derivater, terminavtaler og gjenkjøpsavtaler (en avtale om å kjøpe tilbake et papir til en på forhånd avtalt pris). Her kan summen av fondets brutto fordringer være høyere enn verdien av papirene involvert i transaksjonen. Differansen framstår som gjeld i balansen.

Banken har i den senere tid lagt om forvaltningen vesentlig på disse områdene og gitt interne regler som begrenser adgangen til belåning, jf. boks 3.5.

Etter departementets syn er det ikke hensiktsmessig med noe absolutt forbud mot belåning i SPU. Belåningen kan oppstå som følge av utlån av verdipapirer eller ved at ulike finansielle instrumenter brukes for å styre risikoen i fondet. Samtidig er det etter departementets syn ikke ønskelig med bruk av belåning for å øke fondets eksponering mot risikable aktiva. I de nye reglene tar derfor departementet sikte på å åpne for bruk av belåning med sikte på en effektiv gjennomføring av forvalteroppdraget, men ikke for å øke fondets økonomiske eksponering mot risikable aktiva. Banken skal fastsette rammer for belåning innenfor dette prinsippet.

Utenom risikorammene bør banken i tråd med synspunktene foran gis stor grad av frihet i den operative gjennomføringen av forvalteroppdraget, men reglene bør gi noen generelle overordnede krav til internregulering. Gjennom krav til egenevaluering og ekstern rapportering kan departementet sikre at bankens interne oppfølging støtter opp under de overordnede hensynene ved forvaltningen.

I samråd med representantskapet kan Finansdepartementet dessuten gjennom såkalte attestasjonsoppdrag til bankens revisor kontrollere at banken overholder de retningslinjene som er fastsatt for forvaltningen av fondet.

Et sentralt område hvor denne metodikken foreslås benyttet, er innen verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko. Her legger departementet opp til at banken skal fastsette prinsipper som minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Banken

blir også pålagt regelmessige evalueringer av egne prinsipper og metoder på disse områdene. Deretter angis hvilke nærmere krav som skal stilles til bankens regelverk på dette området.

Innenfor risikorammene og de generelle reglene departementet fastsetter, skal Norges Bank foreta investeringsbeslutninger uavhengig av departementet. Dette har vært praksis siden fondet ble etablert, men vil bli formalisert i de nye reglene. Beslutninger om uttrekk etter retningslinjene for ansvarlig investeringspraksis kan ses på som et unntak fra dette prinsippet. Her fatter departementet vedtak om at banken skal selge seg ut av et bestemt selskap. Det etisk begrunnende vedtaket skjer imidlertid i henhold til egne, offentlige regler og begrunnes særskilt i hvert tilfelle. Det er dermed åpenhet omkring hvorfor departementet i enkelttilfeller ønsker å foreta nedsalg ut fra bredere overveielser.

Det legges opp til at Norges Bank skal følge internasjonale regnskapsstandarder fra 1. januar 2011. De nye regnskapsreglene vil blant annet innebære krav til omfattende noteopplysninger, herunder opplysninger om lønn og annen godtgjørelse for ledende ansatte i banken. Departementet legger opp til at banken framover skal gi tilsvarende noteopplysninger for SPU, som om fondet var en egen regnskapspliktig enhet. Departementet mener at det i den forbindelse vil være naturlig at det gis informasjon i tråd med internasjonale regnskapsstandarder om lønn og annen godtgjørelse for de ledende ansatte i kapitalforvaltningssenheten (NBIM).

4.2.5 Vedlikehold av faktisk referanseindeks

I forbindelse med høringen om nye regler for forvaltningen av SPU bemerket både Norges Bank og Riksrevisjonen at det bør være Finansdepartementets ansvar å vedlikeholde den faktiske referanseindeksen. Fram til i dag har Norges Bank utført beregningene av den faktiske referanseindeksen og oversendt disse til Finansdepartementet for godkjenning. Fra og med andre kvartal 2010 vil Finansdepartementet foreta egne beregninger av den faktiske referanseindeksen uavhengig av Norges Bank, og sammenstille disse beregningene med beregningene fra Norges Bank.

4.2.6 Oppsummering

Departementet tar sikte på å fastsette nye regler som er mer omfattende enn de tre regelsettene de skal erstatte. Dels tar departementet sikte på å re-

gulere områder som dagens regelverk og forvalteravtalen ikke dekker, og dels vil de nye reglene være mer utfyllende. Samtidig vil reguleringen fortsatt være rammepreget slik at Norges Bank må fylle ut de overordnede rammene og prinsippene med et mer detaljert internt regelverk for den operative forvaltningen. Et slikt regelsystem innebærer i praksis en videreføring av dagens ordning, men ved å pålegge banken å offentliggjøre hovedstyrets utfyllende retningslinjer vil det samlede regelverket bli lettere tilgjengelig.

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

- Nye regler for SPU skal reflektere politiske myndigheters holdninger til hva som er en akseptabel risiko i fondet.
- Norges Bank skal fastsette supplerende risikogrenser for den aktive forvaltningen. Disse skal legges fram for Finansdepartementet før planlagt ikrafttredelse.
- Finansdepartementet skal fastsette overordnede kvalitative krav knyttet til risikoen i den aktive forvaltningen.
- Ansvaret for å utforme regler for operasjonisering av forvalteroppdraget delegeres til Norges Banks hovedstyre, men slik at Finansdepartementets regelverk angir relevante temaer for Norges Banks egenregulering.
- Det stilles omfattende offentlige rapporteringskrav knyttet til gjennomføringen av forvalteroppdraget.

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

4.3 Nye regler for forvaltningen av SPN

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

I forkant av opprettelsen av Folketrygdfondet som særlovselskap fra 1. januar 2008 fastsatte Fi-

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

Folketrygdfondet har i forbindelse med omdanningen til særlovselskap og nye rammebetingelser for forvaltningen foretatt vesentlige investeringer i nye styringssystemer. Departementet mener at et høyt detaljeringsnivå i reglene for SPN har vært hensiktsmessig for å tydeliggjøre departementets forventninger til den operasjonelle forvaltningen i forbindelse med omdanningen, herunder til de systemer som skulle etableres. Erfaringene med Folketrygdfondet som 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 vil derfor etter departementets syn være hensiktsmessig nå å foreta en revidering av reglene for forvaltningen av SPN i tråd med det grunnleggende syn på arbeidsfordeling mellom kapitaleier og forvalter som er skissert i avsnitt 4.2.3. Dette innebærer ikke at det vil bli stilt mindre strenge krav til måling, styring og kontroll av risiko enn før, men at det i større utstrekning vil være styret i Folketrygdfondets ansvar å videreutvikle mer detaljerte regler for risikostyringen, innenfor overordnede rammer fastsatt av departementet.

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

4.4 Om organiseringen av den operative forvaltningen av SPU

4.4.1 Innledning

Stortingets finanskomité uttalte i forbindelse med behandlingen av Ot.prp. nr. 58 (2008-2009) om ny revisjonsordning i Norges Bank mv. at en styringsstruktur for SPU av høyeste internasjonale klasse, med klare mandater og rollefordeling, tett oppfølging og kontroll, samt gode offentlige rapporteringsrutiner er nødvendig for å sikre bred

tillit til selve forvaltningsmodellen, jf. Innst. O. nr. 93 (2008-2009). I denne forbindelse viste komiteen til at det kunne være hensiktsmessig at Finansdepartementet i meldingen til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 belyste nærmere fordeler og ulemper ved dagens organisering av det operative forvaltningsansvaret i Norges Bank, sammenliknet med en egen forvaltningsorganisasjon ledet av et styre direkte utpekt av Finansdepartementet.

4.4.2 Bakgrunn for dagens forvaltningsmodell

Dagens forvaltningsmodell for SPU med operativ forvaltning i Norges Bank er en videreføring av modellen som i sin tid ble valgt for Statens petroleumsfond. I Ot.prp. nr. 29 (1989-90) Om lov om Statens petroleumsfond het det:

«Fondet plasserer etter dette hele sin formue som statens øvrige midler i norske kroner i Norges Bank. Det vil ikke være aktuelt å bygge opp et eget administrativt apparat til å forvalte fondets formue. En rendyrker således at fondet skal være et instrument i den finanspolitiske styring, og ikke et middel til å forvalte den statlige finansielle formue som måtte følge som et resultat av en moderat anvendelse av petroleumsinntektene.

Avkastningen på fondets plasseringer vil bli fastsatt ut fra de samme hensyn som ligger til grunn for fastsettelsen av avkastningen på statens øvrige midler.»

En vektla følgelig fondet som et finanspolitisk styringsmiddel, men hadde i utgangspunktet ikke noe investorperspektiv.

Kombinasjonen av en langvarig lavkonjunktur i norsk økonomi og relativt lave netto petroleumsinntekter bidro til at det ikke ble avsatt midler i Petroleumsfondet før i 1996. I denne forbindelse fastsatte Finansdepartementet retningslinjer for forvaltning av midlene, i samsvar med forutsetningene i lovens forarbeider. Disse tok utgangspunkt i retningslinjene for valutareservene, og innebar at Norges Bank skulle plassere fondsmidlene i statspapirer med høy likviditet.

I Revidert nasjonalbudsjett 1997 foretok Finansdepartementet en bredere vurdering av retningslinjene. Anslag for når det ville bli nødvendig å tære på fondet tilsa en lang tidshorison. Basert på en vurdering av at en bør vektlegge risikoen knyttet til verdien på fondet på det tidspunkt det skal trekkes på midlene, anså en at risikoen for at fondets avkastning kan variere fra år til år var av

mindre betydning. En avveining mellom forventet avkastning og risiko samt hensynet til risikospredning tilsa etter departementets vurdering at en burde åpne for aksjeinvesteringer i fondet, og dette ble gjort fra 1. januar 1998. Dette skjedde gjennom etablering av en referanseindeks, med tilhørende rammer for avvik.

I Revidert nasjonalbudsjett 1997 ble også fondets rolle som investor og styringsmodellen drøftet. Et aktuelt spørsmål var om en burde trekke inn andre forvaltere enn Norges Bank for å sikre tilstrekkelig kompetanse i forvaltningen av fondet. Departementet la til grunn at forvaltningen burde organiseres slik at Norges Bank har det overordnede ansvaret for fondets investeringer, men at banken kunne bruke eksterne forvaltere der dette var hensiktsmessig. Departementet framhevet at aksjeinvesteringer ville medføre økte krav til risikostyring og kontroll i Norges Bank samt et behov for å evaluere Norges Banks forvaltning.

For å bli bedre i stand til å løse oppgaven som kapitalforvalter for en mer kompleks investeringsportefølje, opprettet Norges Bank fra 1. januar 1998 en egen enhet for kapitalforvaltning – i dag Norges Bank Investment Management (NBIM).

Hovedtrekkene i forvaltningsmodellen som ble trukket opp i Revidert nasjonalbudsjett 1997, ligger fortsatt fast. Statens pensjonsfond ble etablert 1. januar 2006 som overbygning over det tidligere Statens petroleumsfond og Folketrygdfondet. Ordningen med at midlene i SPU skal plasseres i Norges Bank ble videreført i den nye loven, og i Ot.prp. nr. 2 (2005-2006) Om lov om Statens pensjonsfond foreslo departementet at retningslinjene for Norges Banks forvaltning av pensjonsfondet skulle videreføres for SPU.

I de snart 14 årene som har gått siden første overføring til det daværende Statens petroleumsfond, har det skjedd store endringer i bankens virksomhet generelt og innen kapitalforvaltningen spesielt. Kapitalen i fondet har vokst raskt, og SPU er nå et av verdens største fond, samtidig som det er utsikter til at fondet vil fortsette å vokse i årene framover. Videre har kompleksiteten i forvaltningen økt betydelig, og NBIM er blitt en vesentlig del av bankens virksomhet. Det har også skjedd flere viktige endringer innenfor de tradisjonelle sentralbankområdene. I 2001 fikk Norges Bank nye retningslinjer i pengepolitikken gjennom et fleksibelt inflasjonsmål. I 2008 utvidet banken sin bruk av virkemidler i forbindelse med håndteringen av finanskrisen.

Sentralbanken har gjennom fondets levetid vært en viktig støttespiller for departementet i arbeidet med å fastsette en hensiktsmessig investeringsstrategi for fondet. Ved at oppbyggingen av en betydelig kapitalforvalterenhet har skjedd innenfor sentralbankens virksomhet, har en også kunnet legge til grunn at det ville bli etablert en god organisasjonskultur i forvalterenheten.

4.4.3 Alternative forvaltningsmodeller

De to mest aktuelle forvaltningsmodellene er etter departementets vurdering en videreutvikling av dagens modell eller en modell der kapitalforvaltningsvirksomheten i Norges Bank skiller ut som et eget særlovselskap heleid av staten, tilsvarende Folketrygdfondet. En modell som etter departementets syn ikke framstår som aktuell, er en oppsplitting av dagens fond til flere mindre forvalterenheter. En oppsplitting ville blant annet medføre økte kostnader. I Sverige har en ekspertutredning nettopp tilrådd å fusjonere fire av AP-fondene, blant annet under henvisning til de unødige kostnadene som påløper med så mange parallelle forvalterorganisasjoner. Analyser viser at SPU forvaltes på en måte som likner passiv indeksering, jf. omtalen i kapittel 14. Ettersom det er stordriftsfordeler i passiv forvaltning, vil flere separate forvaltermiljøer gi best mening dersom en ønsker en rekke forskjellige aktive strategier. Selv i et slikt tilfelle vil det være krevende å unngå at det samlede forvaltningsresultatet, basert på mange uavhengige aktive strategier, blir nær indeksavkastning, men med vesentlige høyere kostnader. Oppdeling i flere fond kan dessuten føre til en uheldig konkurranse fondene imellom, med vekt på kort-siktige resultater og økt risikotaking framfor konkurranse om den mest robuste strategien og den beste risikostyringen.

Videreutvikling av dagens modell

Det er eksempler internasjonalt på at store statlige kapitalforvaltningsvirksomheter med forretningsmessig fokus er etablert innenfor sentralbankens virksomhet (ut over det som følger av forvaltning av valutareserver). Hovedinntrykket er likevel at statlig kapitalforvaltningsvirksomhet er organisert som egne enheter, og ikke som en del av sentralbanken. Som hovedregel har disse enhetene ikke bare ansvaret for den løpende forvaltningen, men fastsetter også investeringsstrategien. De har følgelig ikke den todelingen mellom departement og forvalter som kjennetegner orga-

niseringen av SPU. Det er ikke grunn til å hevde at en organisering av et statlig investeringsfond innad i en sentralbank er i strid med internasjonalt beste praksis.

Organisering og rolledeling vil uansett måtte reflektere politiske institusjoner og tradisjoner i hvert enkelt land. Det avgjørende må være at en har sunne styringsprinsipper med en klar ansvars- og rollefordeling mellom forvalter og oppdragsgiver.

Som det framgår av figur 4.1, er hovedregelen i forvaltningshierarkiet for SPU at det overordnede nivået har ansvaret for å utøve tilsyn med nivået rett under, slik at hovedstyret fører tilsyn med NBIM osv. Tilsynet med Norges Bank representerer et unntak fra dette. Ved forvaltningen av SPU er hovedstyret underordnet Finansdepartementet, samtidig som det er det stortingsoppnevnte representantskapet som fører tilsyn og har ansvar for revisjon av banken. Dette medfører at rekkevidden av departementets forvalteransvar etter lov om Statens pensjonsfond kan være vanskelig å avgrense presist sammenholdt med det tilsynsansvaret representantskapet har etter sentralbankloven. Departementet har ikke noen formell rolle knyttet til revisors arbeid med oppfølging av bankens forvaltning av SPU.

Norges Banks ansvar innen pengepolitikken og finansiell stabilitet følger av sentralbankloven. Forvaltningen av SPU gjøres i henhold til retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet i samsvar med lov om Statens pensjonsfond, og skal gjennomføres på forretningsmessige vilkår. Denne forretningsmessige virksomheten har andre særtrekk enn en sentralbanks kjerneoppgaver, som har mer karakter av offentlig myndighetsutøvelse. Erfaringene gjennom 14 år har vist at det er mulig å drive såvidt forskjelligartet virksomhet under én og samme overbygning, men det stiller samtidig organisasjonen overfor særskilte styringsutfordringer, ikke minst når det gjelder krav til kompetanse.

Sentralbanksjefen har vist til at NBIMs forretningskultur med krav til organisering, disiplin og arbeidsinnsats har hatt en positiv innvirkning på resten av Norges Bank. Det er dessuten synergi mellom oppgaven som forvalter av SPU og bankens øvrige oppgaver. Som forvalter av en stor internasjonal finansformue må Norges Banks styrende organer ha meget god innsikt i kapitalmarkedenes virkemåter. Dette har også betydning i utøvelsen av bankens to andre hovedoppgaver; pengepolitikk og finansiell stabilitet. Norges Bank må forøvrig uansett organisering av SPU forvalte

betydelige valutareserver som krever innsikt i kapitalforvaltning.

Det er også grunn til å anta at det har vært en smitteeffekt den andre veien, ved at bankens kultur for ansvarlighet og måtehold har bidratt positivt til forvaltningskulturen i NBIM.

For at pengepolitikken og arbeidet med finansiell stabilitet skal gjennomføres på en god og effektiv måte, er det avgjørende at Norges Bank har bred tillit i utøvelsen av sine oppgaver. Det kan i utgangspunktet være en krevende oppgave, særlig i perioder med uro i markedene, å håndtere både tradisjonelle sentralbankoppgaver og en stor og kompleks kapitalforvaltningsvirksomhet. Svakere resultater eller negative hendelser innen kapitalforvaltningen kan også i sin ytterste konsekvens svekke tilliten til sentralbanken innenfor de tradisjonelle oppgavene, eller føre til redusert kapasitet til å gjennomføre disse på en god måte. Hittil har det ikke vært tilfellet.

Både Norges Bank selv og Finansdepartementet har i den senere tid satt i verk en rekke tiltak for å styrke forvaltningen, jf. tiltakene det er vist til i avsnitt 3.3.2. Blant disse er en vesentlig styrking av bankens styringsstruktur innen kapitalforvaltningen, ny revisjonsordning med eksternt utpekt revisor og ny internkontrollforskrift for Norges Bank.

Flere av disse tiltakene er innført relativt nylig eller vil bli innført i løpet av de nærmeste årene, og det har følgelig vært en begrenset periode hvor disse har fått virke. Finansdepartementet legger til grunn at tiltakene til sammen vil bidra til en vesentlig styrking av fondets forvaltning i årene som kommer.

Selv om det i den senere tid er iverksatt en rekke tiltak for å bedre dagens forvaltningsmodell, er det etter departementets syn mulig å styrke modellen ytterligere, hvis det viser seg å være behov for det.

Norges Bank har valgt å endre den faktiske interne organiseringen knyttet til forvaltningen av SPU, ved at hovedstyret og sentralbanksjefen i realiteten opererer som henholdsvis styre og styreleder overfor NBIM. I motsetning til resten av banken opptrer dermed ikke sentralbanksjefen som daglig leder av NBIM – dette ansvaret er delegert til leder av NBIM. Siden NBIMs virksomhet skiller seg markert fra tradisjonelle sentralbankoppgaver, kan dette være en egnet organisering. Det fritar imidlertid ikke sentralbanksjefen for ansvaret for bankens daglige drift etter sentralbankloven. Hvis denne organiseringen viser seg å fungere hensiktsmessig, kan en vurdere å endre

loven slik at ordningen formaliseres. Dette vil innebære at sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen overfor NBIM utelukkende har rollen som styreleder og nestleder.

Departementet har vurdert en modell der en oppretter et eget styre for kapitalforvaltningen i Norges Bank, sideordnet hovedstyret. En slik modell er etter departementets syn ikke tilrådelig. Den ville skape betydelige styringsmessige utfordringer i Norges Bank, ved at intet enkeltorgan i banken ville ha det samlede ansvaret for bankens virksomhet. Det er betydelig operasjonell risiko også innenfor de øvrige områdene i banken, og en rekke problemstillinger er dessuten av en slik karakter at de omfatter alle deler av bankens virksomhet. Et eksempel på sistnevnte er risikostyring og internkontroll, der departementet nylig har fastsatt en forskrift som gjelder hele bankens virksomhet. I realiteten ville en modell med et eget styre for NBIM medføre at to separate organisasjoner samles under samme foretaksnavn, og med uklar grenseflate seg i mellom. Departementet er ikke kjent med noen organisasjoner av størrelse som styres etter en modell med to separate styrever for forskjellige deler av virksomheten innenfor en og samme juridiske enhet. Det framstår etter departementets syn ikke som forsvarlig å prøve ut en slik selskapsrettslig nyvinning i landets sentralbank.

Hvis en ønsker å fritta hovedstyret for oppgaver slik at styret i enda større utstrekning kan bruke tid på kapitalforvaltningen, framstår opprettelse av en egen pengepolitisk komité med ansvaret for utøvelsen av pengepolitikken (rentesettingen) som et mer nærliggende tiltak. Rentesetting er en oppgave som kan ses nokså løst fra den operasjonelle driften av banken, og den kan derfor fratras hovedstyret uten at hovedstyrets overordnede ansvar for bankens drift blir svekket.

En modell med hovedstyre og en egen rentekomité er en parallell til modellen Bank of England styres etter. Sentralbanksjefen vil i en slik modell lede både den pengepolitiske komiteen og hovedstyret. Hovedstyret ville likne mer på et tradisjonelt selskapsstyre, med arbeidsoppgaver rettet mot overordnede problemstillinger innen virksomhetsstyring. Rekrutteringen til hovedstyret ville trolig bli enklere, ved at en ikke trengte å legge like stor vekt på makroøkonomisk innsikt blant styrets medlemmer i tillegg til innsikt i kapitalforvaltning, finansiell stabilitet og generell virksomhetsstyring. Dersom styret ikke lenger skulle fatte rentebeslutninger, ville det kanskje også være grunnlag for å lempe på dagens nokså strenge ha-

bilitetskrav. En slik modell ville imidlertid kreve en bred utredning, og departementet finner i denne omgang ikke grunnlag for å gå videre med et slikt arbeid.

Utskilling av kapitalforvaltningsvirksomheten i et særlovselskap

Som beskrevet foran er det iverksatt en rekke tiltak for å styrke organiseringen av fondet som ennå ikke har fått tid til å virke, samtidig som det er rom for ytterligere forbedringer. Likevel ville en modell med utskilling av kapitalforvaltningen fra sentralbanken i et særlovselskap mer direkte kunne ta opp de styringsutfordringene som er påpekt foran.

Et særlovselskap kan etablere en organisatorisk ramme som skreddersys for formålet, i stedet for at en foretar løpende tilpasninger innenfor en organisatorisk ramme som i utgangspunktet er etablert for tradisjonelle sentralbankoppgaver innen pengepolitikk og finansiell stabilitet. Denne organisasjonsformen er nylig blitt valgt for Folketrygdfondet. Hoveddelen i en utskilt organisasjon ville være den kapitalforvaltningsenheten som i dag er en del av Norges Bank, og som gjennom vel 12 år har opparbeidet betydelig kompetanse og innsikt i forvaltningen av et av verdens største fond. Det ville likevel fortsatt være krevende å finne den rette balansen mellom departementet og forvalter når det gjelder graden av delegering, jf. avsnitt 4.2.

Etter en eventuell utskillelse ville sentralbankledelsen kunne få økt kapasitet til å følge opp ansvaret for gjennomføringen av pengepolitikken og arbeidet med finansiell stabilitet. Det ville også ta bort risikoen for at negative hendelser i kapitalforvaltningen svekker sentralbankens omdømme.

En eventuell utskillelse ville være en omfattende prosess som reiser en rekke til dels kompliserte og uavklarte rettslige spørsmål. Norges Bank nyter godt av egne sentralbankprivilegier i en rekke jurisdiksjoner. Dette innebærer blant annet immunitet mot beslag av midler. Det er ikke opplagt at disse privilegiene kan videreføres av en forvalterorganisasjon som er løsrevet fra sentralbanken. En utskillelse ville også kunne utløse vanskelige skatterettslige og kontraktsrettslige spørsmål. Ved omdanning av en enhet som for det meste har sin virksomhet i Norge, som for eksempel Folketrygdfondet, kan slike spørsmål effektivt løses gjennom særskilt lovgivning. Gjennom lov kan Stortinget fastslå at norske kontraktsmotpar-

ter må akseptere overføring av kontraktsforpliktelser og at omdanningen ikke skal ha skattemessige konsekvenser. Dette er ikke mulig for en virksomhet som NBIM som utelukkende opererer internasjonalt.

4.4.4 Departementets vurderinger

Etter Finansdepartementets syn bør forvaltningsmodellen for SPU blant annet i størst mulig grad

- legge til rette for profesjonell og kostnadseffektiv forvaltning,
- angi klare ansvarlinjer og forutsigbare rammebetingelser,
- legge til rette for god kommunikasjon mellom oppdragsgiver og forvalter og mellom forvalter og allmennheten,
- bidra til at det er sammenfallende interesser mellom eier og forvalter,
- være robust overfor framtidige utfordringer (stadig større fond, større eierandeler i det enkelte selskap, mulig utvikling i retning av illikvide aktiva med større styringsutfordringer mm.),
- ta hensyn til fondets rolle som instrument i finanspolitikken og
- ta hensyn til forhold som har vært viktige i den internasjonale debatten omkring statlige investeringsfond og reflektere det som regnes som beste praksis internasjonalt.

Det er krevende å konstruere en forvaltningsmodell som ivaretar alle disse hensynene på en god og dekkende måte. Departementet legger til grunn at det ikke bare finnes én tilfredsstillende modell. Både en modell med forvaltning innenfor sentralbanken og en modell med forvaltning i en egen enhet utenfor banken kan utformes slik at disse hensynene blir ivaretatt. En god ansvars- og rolledeling mellom oppdragsgiver (Finansdepartementet) og forvalter, jf. diskusjonen i avsnitt 4.2.3, er derfor i praksis et vel så viktig spørsmål som spørsmålet om hvem som skal være forvalter.

Når man skal vurdere modellen, må det videre vektlegges at forvalteroppdraget for SPU i realiteten innebærer flere forskjellige deloppgaver som krever forskjelligartet og spesialisert kompetanse. I dag har Norges Bank fem hovedoppgaver knyttet til forvaltningen av SPU:

- midlene i SPU skal investeres i markedene til så lave kostnader som mulig,
- banken skal vedlikeholde markedsporteføljen på en kostnadseffektiv måte,

- banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning på plasseringene innenfor de plasseringsrammer departementet har fastsatt,
- banken skal utøve eierskap og
- banken skal gi Finansdepartementet råd om den langsiktige investeringsstrategien for SPU.

Hver for seg er dette komplekse oppgaver, ikke minst som følge av fondets sterke vekst i kombinasjon med et stadig mer sammensatt investeringsunivers. Det er bygd opp en robust og kompetent forvalterorganisasjon i Norges Bank for å ivareta disse oppavene. Hovedbildet er etter departementets syn at forvaltningen av SPU i Norges Bank har fungert godt så langt. I likhet med andre forvaltningsmiljøer ble NBIM stilt overfor store utfordringer under finanskrisen, og særlig innen renteforvaltningen. Som pekt på i avsnitt 3.2, er departementets vurdering at Norges Bank håndterte disse utfordringene på en god måte da krisen oppsto, og det er neppe grunn til å tro at en annen organisasjonsform ville ha redusert utfordringene som finanskrisen medførte.

Modellen med forvaltning av SPU i Norges Bank har etter departementets syn bidratt til å skape legitimitet om fondskonstruksjonen. Norges Bank er en samfunnsinstitusjon med høy integritet og anseelse, og det er grunn til å tro at bankens organisasjonskultur har bidratt positivt til oppbyggingen av NBIM som en solid forvalterorganisasjon med høy anseelse internasjonalt. Etter departementets syn bør det tungtveiende grunner til før en avviker en velfungerende og velansett modell.

Også tradisjonelle sentralbankoppgaver som pengepolitikk og finansiell stabilitet er meget krevende oppgaver. Uavhengig av om Norges Bank forestår forvaltningen av SPU, må banken etablere kontroll- og styringssystemer i tråd med ledende praksis internasjonalt. Banken har også ordinære valutareserver som uansett må forvaltes på en profesjonell måte. Det skjer en løpende utvikling internasjonalt innen risikostyring, kontroll og tilsyn, og følgelig kreves et kontinuerlig arbeid både hos oppdragsgiver og innad i banken for å sikre gode interne systemer. Med de tiltak som er gjennomført de senere årene, er styrings- og kontrollstrukturen i banken blitt ytterligere forbedret, og organisasjonen er etter departementets syn godt rustet til å ivareta de utfordringer den står overfor i tiden som kommer. I det alt vesentlige tilfredsstillende dagens modell de hensyn som er trukket fram foran.

I den grad det er et ytterligere uutnyttet tilleggs potensial for styrking av forvalterorganisasjonen og Norges Bank ved en utskilling, må dette veies opp mot kostnadene. En omorganisering vil under enhver omstendighet være ressurskrevende, både for departementet og banken, og det er knyttet risiko til en omdanning, jf. omtale ovenfor. En slik prosess vil derfor lett kunne ta oppmerksomheten bort fra viktige prosesser som er i gang for å forbedre rammeverk og risikostyring.

Sett hen til at dagens modell alt i alt må sies å fungere godt, og at den nå er ytterligere styrket, ser departementet ikke grunn til å skille forvaltningen av SPU ut fra Norges Bank nå. En kan samtidig ikke utelukke at denne avveilingen vil kunne være annerledes et stykke fram i tid, men departementet vil i det videre arbeidet med utviklingen av rammeverket for SPU legge til grunn at modellen med operativ forvaltning i Norges Bank ligger fast. Departementet vil løpende evaluere de tiltak som er satt i verk for ytterligere å forbedre styringsstrukturen i Norges Bank, og vil ved behov foreta ytterligere justeringer for å videreutvikle organiseringen i tråd med beste internasjonale praksis.

4.5 Forslag til endringer i sentralbankloven – representantskapets rapportering og godtgjørelse

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

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

Uttalelsen er i dag nokså kortfattet.

Representantskapet vil også ha vurdert muligheten til å overføre kompetansen til å fastsette representantskapets godtgjørelse fra Kongen til

Stortinget. I dag er denne kompetansen delegert fra Kongen til Finansdepartementet.

I tråd med innspillet fra representantskapet sendte Finansdepartementet 4. februar 2010 et brev til Norges Banks representantskap og hovedstyre der departementet foreslår endringer i sentralbanklovens regler om fastsettelse av godtgjørelse for representantskapet og måten det skal rapportere til Stortinget på. Det foreslås at Stortinget, som står for oppnevningen av representantskapet, også bør fastsette dets godtgjørelse. Gjennom fastsettelse av godtgjørelse gis en indikasjon på hvor mye tid de valgte personene er ment å skulle bruke på vervet. Det er hensiktsmessig at det organet som står for valget gjennom fastsettelse av godtgjørelse også indikerer hvor mye tid og arbeid som ligger i vervet.

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

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

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

4.6 Nye retningslinjer for ansvarlige investeringer i SPU

4.6.1 Innledning

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

I 2008 gjennomførte Finansdepartementet en bred evaluering av de etiske retningslinjene. Resultatene ble presentert i St.meld. nr. 20 (2008-

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

En samlet oversikt over resultatene av evalueringen av de etiske retningslinjene og tiltakene som gjennomfører resultatene er gitt i avsnitt 2.5.3. Nedenfor gjøres det rede for innholdet i to nye retningslinjer om ansvarlig investeringspraksis som innebærer en gjennomføring av flere av de foreslåtte tiltakene.

Hovedtrekk ved de etiske retningslinjene av 2004

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

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

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

4.6.2 Innføring av nye retningslinjer for ansvarlig investeringspraksis

Som oppfølging av St.meld. nr. 20 (2008-2009) har Finansdepartementet fastsatt nye regler som gjelder arbeidet med ansvarlig forvaltning av SPU. Utkast til nye retningslinjer har vært på høring i Etikkrådet og Norges Bank. Ytterligere høring har ikke vært ansett nødvendig, i og med at det

ble gjennomført en omfattende høring med innspill fra mer enn 50 høringsinstanser i forbindelse med evalueringen.

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

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

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

Nærmere om retningslinjer for observasjon og utelukkelse

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

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

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

dem som rammes eller tidligere er blitt rammet av selskapets atferd, kan også tillegges vekt.

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

I retningslinjene § 3 er det gitt en ny bestemmelse om observasjon av selskaper. Observasjon av selskaper har vært anvendt tidligere, men § 3 formaliserer bruken av dette virkemiddelet og er en oppfølging av St.meld. nr. 20 (2008-2009), jf. omtalen i avsnitt 4.3.5.4. Det er departementet som treffer beslutning om observasjon, etter tilråding fra Etikkrådet. Departementet kan beslutte observasjon både etter tilråding om utelukkelse og etter tilråding om observasjon, jf. retningslinjene § 4 fjerde og femte ledd.

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

Retningslinjene § 5 tredje ledd viderefører at selskaper som vurderes for uttrekk, skal forelegges grunnlaget for dette til uttalelse. I evalueringen av de etiske retningslinjene av 2004 la departementet opp til at Etikkrådet gis økte muligheter til dialog med enkelt-selskaper, i tillegg til skriftlig korrespondanse, jf. St.meld. nr. 20 (2008-2009) side 126. Departementet viste til at dette kunne bidra til å styrke informasjonsgrunnlaget og gi selskapet bedre mulighet til å forklare den aktuelle situasjonen. Det ble også pekt på mulige positive tilleggs-effekter i form av større forutsigbarhet for

selskapene og at enkelte selskaper ville kunne ønske å endre atferd som følge av en slik dialog. Samtidig uttalte departementet at det må påregnes at en del selskaper enten ikke vil ønske dialog, eller at dialogen raskt vil vise at selskapet ikke har noen interesse i eller vilje til å adressere de aktuelle problemene. Det ble i den forbindelse vist til at Etikkrådet ikke nødvendigvis kan forventes å gi selskaper konkret veiledning, for eksempel om hvordan et selskap skal redusere sine utslipp.

Bestemmelsen i § 5 tredje ledd åpner for økt dialog mellom Etikkrådet og enkeltelskaper, ved at selskaper som vurderes for uttrekk skal gis mulighet for å framlegge informasjon og synspunkter for Etikkrådet tidlig i prosessen. Rådet skal i denne sammenheng klargjøre overfor selskapet hvilke forhold som kan danne grunnlag for utelukkelse. Bestemmelsen må forstås i lys av synspunktene som er gjengitt ovenfor. Økt dialog er først og fremst et verktøy for å sikre et bredere og mer fullstendig beslutningsgrunnlag, og for å øke forutsigbarheten for selskapene og deres mulighet til å komme med innvendinger. Omfanget av dialog med enkeltelskaper må veies opp mot hensynet til god ressursbruk. Det må også ses hen til at det ikke er hensiktsmessig at Etikkrådet går for langt inn i spørsmål som dreier seg om selskapets drift, og at det er Norges Bank som i første rekke er ansvarlig for den aktive eierskapsutøvelsen. Vurderer rådet å tilrå utelukkelse, skal utkast til tilråding, som tidligere, forelegges selskapet til uttalelse.

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

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

Etikkrådets overvåking av fondets portefølje. Etikkrådet og Norges Bank skal ha rutiner som sørger for at eventuell kontakt med samme selskap er koordinert.

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

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

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

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

De nye retningslinjene § 1 første ledd viser til at forvaltningen av fondsmidlene skal bygge på målet om høyest mulig avkastning, jf. forskrift 22. desember 2005 nr. 1725 om forvaltning av Statens pensjonsfond utland § 2 tredje ledd. Bestemmelsen legger til grunn at god avkastning på lang sikt er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand. Dette innebærer en videreføring av de tidligere etiske retningslinjene punkt 1.1. I tillegg er det angitt at høyest mulig avkastning på lang sikt anses å avhenge av «velfungerende, legitime og effektive markeder». Dette er i tråd med omtalen i St.meld. nr. 20 (2008-2009) avsnitt 4.3.2 og boks 4.2.

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

plassert i markedene, skal vektlegges ved utøvelsen av forvalteroppdraget. Det vises i denne sammenheng også til temaartikkelen i kapittel 11 om fondet som en universell eier.

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

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

Departementet har som ambisjon at en gjennom forvaltningen av SPU skal bidra i utviklingen av beste praksis innenfor området ansvarlige investeringer, jf. St.meld. nr. 20 (2008–2009) og avsnittene 2.1.1, 4.1.1 og 4.3.3.4. Retningslinjene § 3 inneholder en bestemmelse om at banken aktivt skal bidra til utviklingen av gode internasjonale standarder innen ansvarlig investeringsvirksomhet og eierskapsutøvelse.

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

Særlig om unoterte investeringer

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

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

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

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

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

Med de nye retningslinjene som nå er fastsatt, er de etiske retningslinjene av 2004 avløst av de to nye retningslinjene for ansvarlig investeringspraksis som er omtalt ovenfor. Retningslinjene for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse får anvendelse for noterte så vel som unoterte investeringer.

Når det gjelder retningslinjene for utelukkelse og observasjon, taler de særlige kjennetegnene ved unoterte investeringer som er beskrevet ovenfor i retning av at det ikke vil være hensiktsmessig å la dagens utelukkelsesmekanisme gjelde for slike investeringer. Den etiske minstestans-

darden som retningslinjene for utelukkelse og observasjon legger opp til, bør ivaretas på andre måter for unoterte investeringer i eiendomsporteføljen. Det vil være særlig aktuelt å legge opp til at vurderinger knyttet til sosiale og miljømessige forhold gjøres i forkant av investeringen. Dersom det oppstår problemer knyttet til konkrete investeringer etter at de er foretatt, bør eierskapsutøvelse være det primære virkemiddelet.

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

4.6.3 Spørsmål vedrørende statsobligasjoner

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

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

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

«Komiteen tar omtalen til orientering, og tar til etterretning at Regjeringen legger opp til å endre retningslinjene slik at Norges Bank eksplisitt avskjæres fra å investere pensjonsfondets kapital i obligasjoner utstedt av staten Burma.»

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

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

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

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

«Flertallet viser til at uttrekk av statsobligasjoner er betinget av at det er innført omfattende internasjonale sanksjoner mot myndighetene i det angjeldende land med norsk støtte, og viser til begrunnelsen for dette i St.meld. nr. 20 (2008–2009). Flertallet vil be om at det i neste års forvaltningsmelding gis en nærmere gjennomgang av mulighetene for å videreutvikle fondets etis-

ke retningslinjer også for investeringer i statsobligasjoner, jf. det overordnede ønsket om å unngå uakseptabel risiko for medvirkning til miljødeleggelse, grov korrupsjon eller andre grove brudd på menneskerettighetene. Flertallet peker imidlertid på at fondet ikke skal være et utenrikspolitisk virkemiddel.»

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

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

Departementet mener det ville være svært krevende å praktisere et system der fondet som finansiell investor skal anvende virkemidler, herunder utelukkelse av statsobligasjoner eller dialog med andre lands myndigheter, basert på en vurdering av om landet gjør seg skyldig i for eksempel miljødeleggelse eller menneskerettighetsbrudd. For det første ville en da bevege seg svært langt inn i utenrikspolitikken. SPU er eid av staten, og det vil være vanskelig å forhindre at fondets eventuelle utelukkelse av andre lands statsobligasjoner samtidig blir oppfattet som staten Norges offisielle syn. Det vil være vanskelig å unngå at slike beslutninger tolkes som en ensidig boikott av vedkommende land, og på den måten et sterkt utenrikspolitisk signal. Som flertallet i komiteen påpeker, skal ikke fondet være et utenrikspolitisk virkemiddel. Det ville være svært problematisk å skulle gi utenrikspolitiske signaler gjennom fondet som strider med den politikk Norge ellers fører, eksempelvis overfor land som er i krig, borgerkrig mv. Det har ikke vært norsk poli-

tikk å innføre ensidige tiltak mot land som er i en slik situasjon. I tillegg kommer at en eventuell utelukkelse på bakgrunn av vurderinger knyttet til andre staters påståtte rettsstridige handlinger vil kunne medføre vanskelige juridiske problemstillinger, både når det gjelder landets interne rett og internasjonal rett. Det samme gjelder klarlegging av faktiske forhold.

Videre vil det å eie statsobligasjoner ikke være noe naturlig utgangspunkt for en dialog med andre lands myndigheter om for eksempel menneskerettsspørsmål. Verken Finansdepartementet som eier av fondet eller Norges Bank som forvalter har noen naturlig rolle i dialog med andre lands myndigheter om slike spørsmål. Slik dialog må foregå gjennom Utenriksdepartementet og i de fora som er etablert for dette. Obligasjonsinnhav ville for øvrig være en lite treffsikker inngangsport for å ta opp spørsmål om menneskerettigheter i bestemte land. Mange av de land der det kan være mest grunn til bekymring for brudd på menneskerettighetene utsteder ikke obligasjoner. Dette understreker viktigheten av å bruke ordinære utenrikspolitiske kanaler i dialogen med andre stater. Det gir det beste grunnlaget for å prioritere innsatsen der hvor behovene er størst.

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

Dagens rammeverk for forvaltningen av fondet, utfyllende retningslinjer punkt 3.2, gir departementet en mulighet til å avskjære investeringer i burmesiske statsobligasjoner. De nærmere kriteriene for en slik beslutning framgår imidlertid ikke av nevnte punkt 3.2. Det kan derfor være hensiktsmessig å formalisere en slik ordning på mer generelt grunnlag. Utelukkelse av statsobligasjoner utstedt av bestemte land bør bare besluttes der det er vedtatt omfattende FN-sanksjoner, eller andre internasjonale tiltak av stort omfang rettet mot et be-

stemt land og Norge har sluttet opp om tiltakene. Bare på et slikt grunnlag vil det være aktuelt å gjøre unntak fra det prinsipielle utgangspunktet om at fondet ikke skal iverksette tiltak mot stater. Finansdepartementet tar sikte på at man tar inn regler om dette i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU senest innen utgangen av året.

Departementet viser for øvrig til at Norge gjennom Utenriksdepartementet deltar i et inter-

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

Del II
Temaartikler

5 Finanskrisen og utviklingen til SPUs referanseindeks

5.1 Innledning

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

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

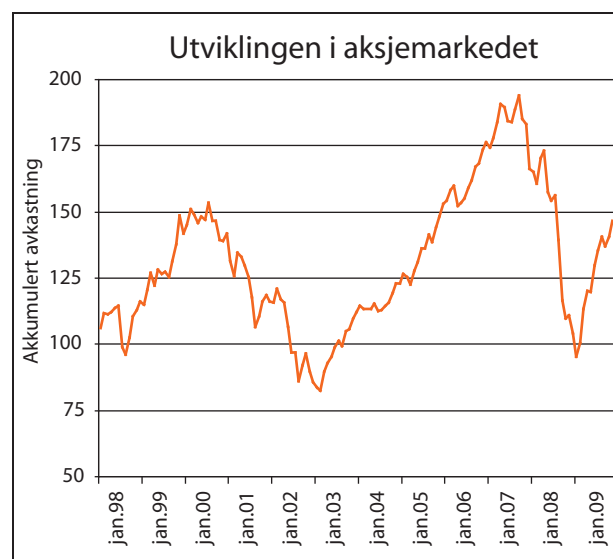
5.2 Utviklingen i aksjemarkedet

Figur 5.1 viser utviklingen i aksjemarkedet siden utgangen av 1997. Problemene i Asia og Russland i 1998 førte til et kortsiktig og moderat fall på 14 pst. De områdene som ble rammet av krisen utgjorde en relativt beskjeden del av aksjemarkedets totale markedsverdi, noe som begrenset effekten. I perioden 2000-2002 falt aksjemarkedet 45 pst. Fallet blir ofte omtalt som «IT-boblen», etter som fallet kom etter en periode med svært høy verdsettelse av sektorene informasjonsteknologi, telekommunikasjon og media. Investorene var også usikre på effekten av det fallende aksjemarkedet på den økonomiske veksten. En fryktet at en markert reduksjon i husholdningenes aksjeformue kunne føre til økt sparing og derved redusere privat konsum kraftig. Dette ble unngått blant annet ved at den amerikanske sentralbanken kuttet rentene betydelig.

Finanskrisen utløste forventninger om en dyp og global nedgangskonjunktur. Krisen viste hvor integrert det finansielle systemet er og hvor sårbar realøkonomien er for problemer i dette systemet. Finanskrisen var både en kredittkrise og en likviditetskrise. Mangel på likviditet førte til at ulike markeder ble knyttet tettere sammen enn normalt. Dette gjenspeilet seg i sektorenes avkastning. Krisen rammet alle sektorene med stor tyngde og de fleste sektorer falt 40 pst. eller mer, jf. figur 5.2. Tapene var spesielt store for finanssektorene. Bank, livsforsikring og finansielle tjenester – hvor investeringsbankene inngår – falt mer enn 70 pst i verdi.

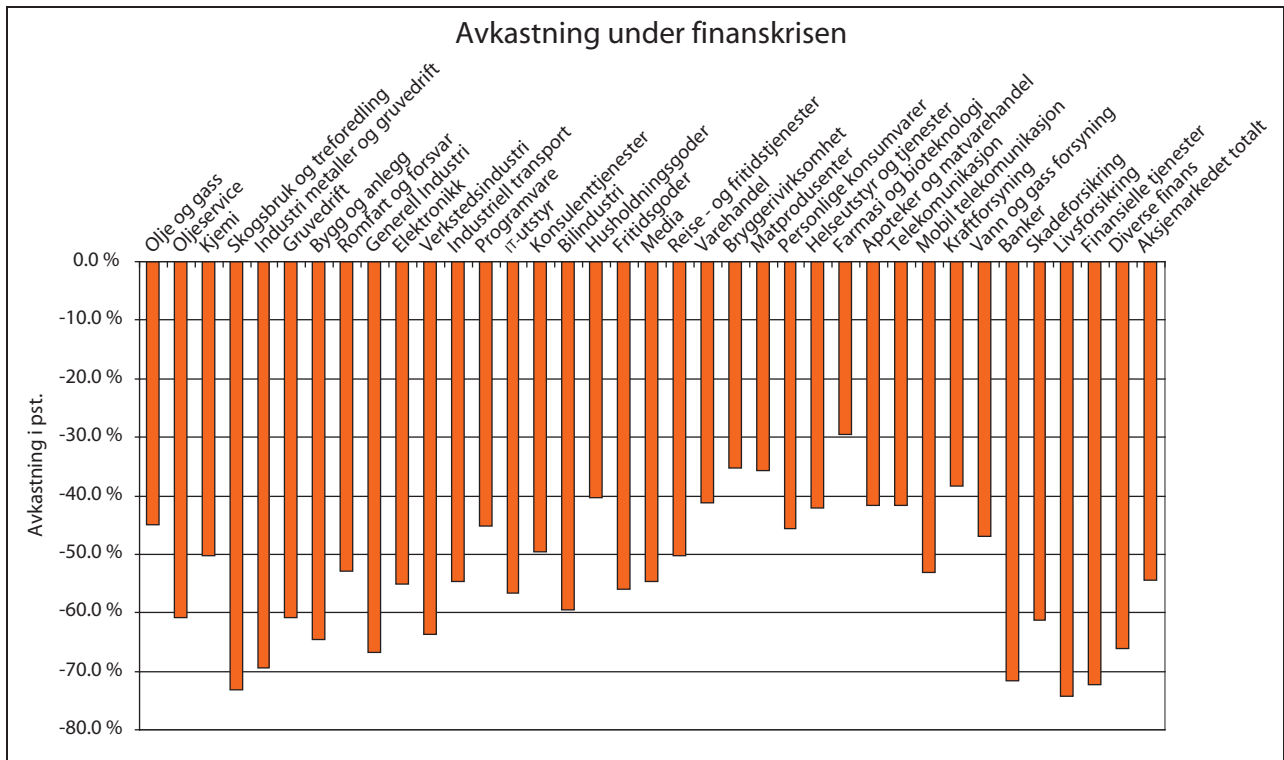
Ved inngangen til finanskrisen var banksektoren den klart største enkeltsektoren i aksjemarkedet med en andel av total markedsverdi på 13,7 pst. Forsikring, banker og finansielle tjenester utgjorde samlet 23 pst. av markedsverdien til aksjemarkedet. De store kursfallene i disse sektorene hadde derfor en stor direkte effekt på aksjemarkedet.

I Figur 5.3 er fallet i aksjemarkedet fordelt på de ulike sektorene slik at totalen utgjør 100 pst. Kursfallet i finanssektorene forklarer til sammen



Figur 5.1 Akkumulert nominell avkastning av SPUs referanseindeks for aksjer målt i referanseindeksens valutakurv. Desember 1997=100.

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank



Figur 5.2 Nominell avkastning for sektorene i FTSE All-World fra utgangen av oktober 2007 til utgangen av februar 2009 målt i lokal valuta

Kilde: FTSE og Finansdepartementet

29,3 pst. av det samlede fallet i aksjemarkedet, mens banksektoren alene forklarer 17,7 pst. Blant de andre sektorene er bidragene langt mer jevnt fordelt også for sektorer med høy markedsverdi slik som helse og energi. Finanssektorene er i tillegg store aktører i finansmarkedene både som investorer, utsteder av gjeldspapirer samt deres sentrale rolle innen kredittgivning. Problemene i disse sektorene hadde derfor også en betydelig negativ indirekte effekt på aksjemarkedet.

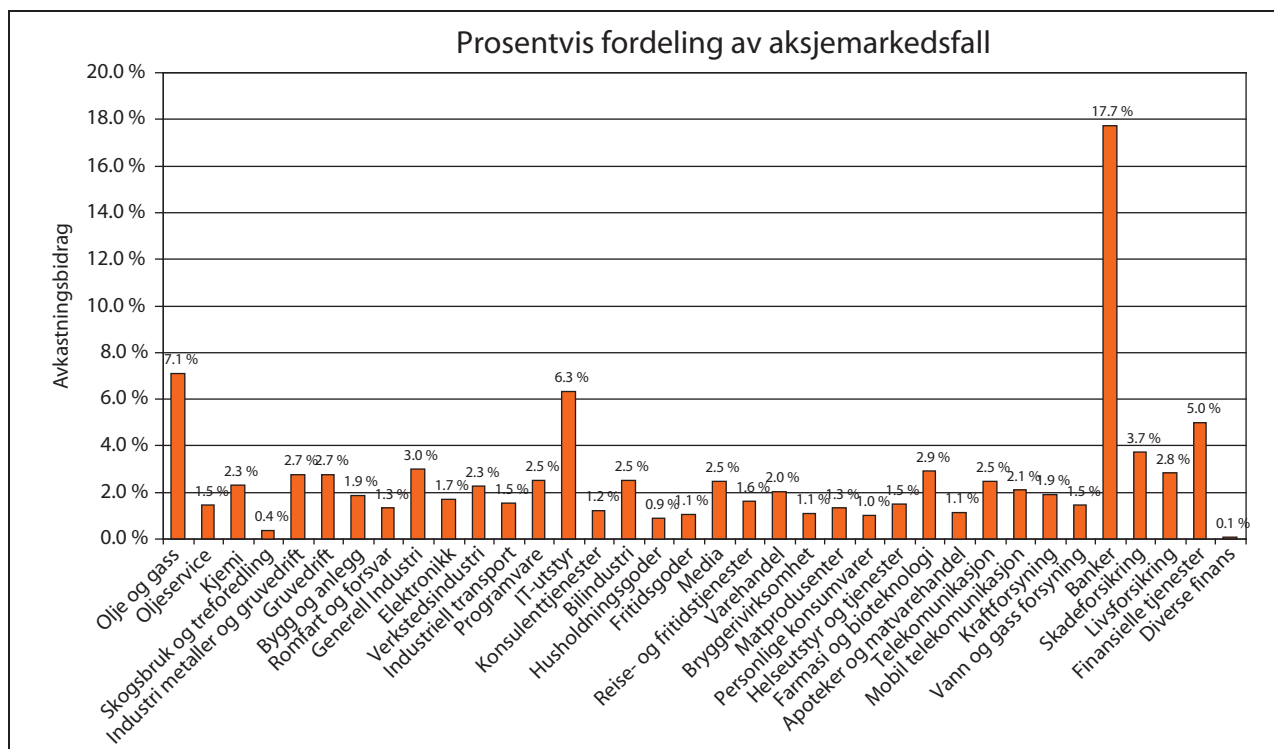
Utviklingen til sektorene gjennom finanskrisen kan vurderes opp mot den følsomheten de normalt har mot aksjemarkedet. Dette gir et utgangspunkt for å vurdere hvordan sektorene ble påvirket av finanskrisen utover det generelle fallet i aksjemarkedet. Beta er et mål på en sektors følsomhet for endringer i det samlede markedet. Sektorer med historisk små svingninger og lav korrelasjon med aksjemarkedet har en lav beta-verdi, og forventes å falle mindre enn aksjemarkedet under markedsfall.

Jensens alfa er et mål som benyttes for å vurdere en porteføljes avkastning i forhold til sin betaverdi. En positiv verdi betyr at sektoren hadde lavere verdifall under finanskrisen enn hva

betaverdien tilsa. Jensens alfa viser hvor stor denne differanseavkastningen er – etter å ha justert avkastningen for risikofri rente.

I henhold til kapitalverdimodellen (CAPM) er beta også et mål for den samlede risikoen som investorer vil kreve kompensasjon for. Jensens alfa blir da et mål for risikojustert differanseavkastning. I finanslitteraturen er det imidlertid konsensus om at også andre faktorer bør inkluderes i en analyse av risikojustert differanseavkastning, jf. omtale av risikofaktorer i kapittel 7. Figur 5.4 viser Jensens alfa for sektorene basert på betaverdi-er estimert fra 2004 og fram til 2007.

Figur 5.4 viser at finanssektorene hadde negativ avkastning justert for beta. Banksektoren falt 72 pst. gjennom finanskrisen – dette var 22 pst. mer enn hva de historiske betaverdiene tilsa. Tilsvarende tall for livsforsikring var 21 pst. og 9 pst. for finansielle tjenester. Sektorer hvor utviklingen i framvoksende økonomier er viktig – som olje og gass, gruvedrift, industrimetaller og kjemi – hadde et betydelig positivt bidrag. Disse sektorene har de senere år hatt betydelig høyere avkastning enn det samlede aksjemarkedet.

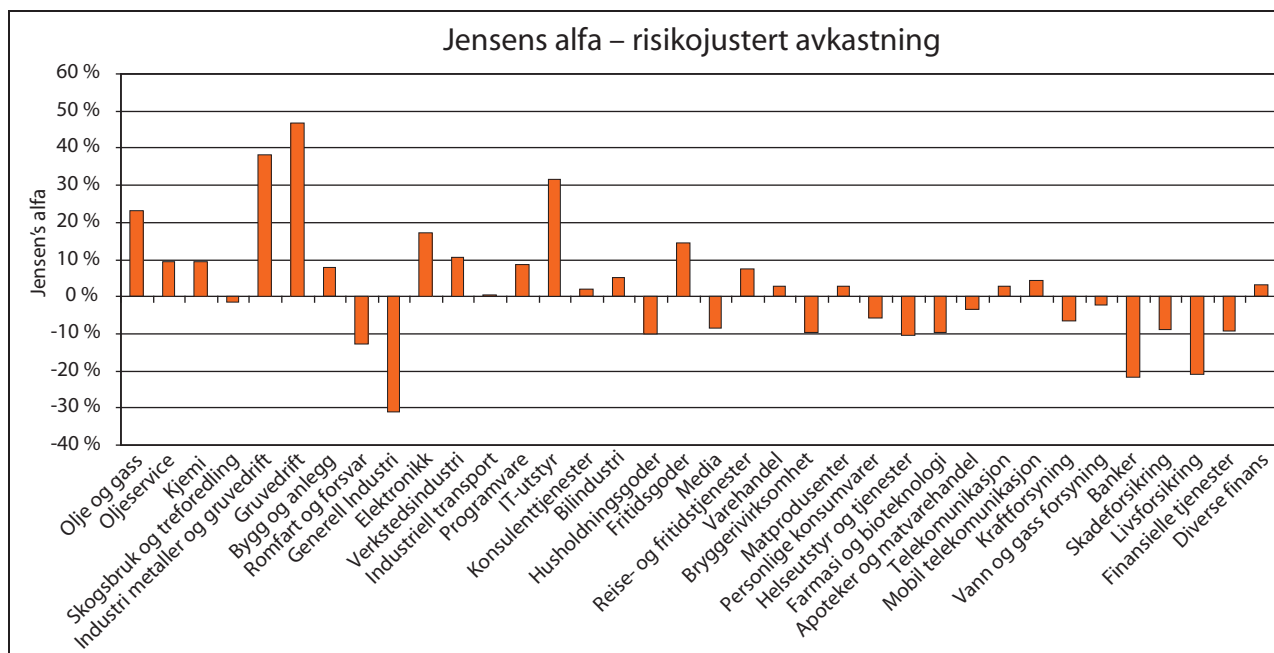


Figur 5.3 Prosentvis fordeling av sektorens bidrag til fallet i FTSE All-World fra utgangen av oktober 2007 til utgangen av februar 2009

Kilde: FTSE og Finansdepartementet

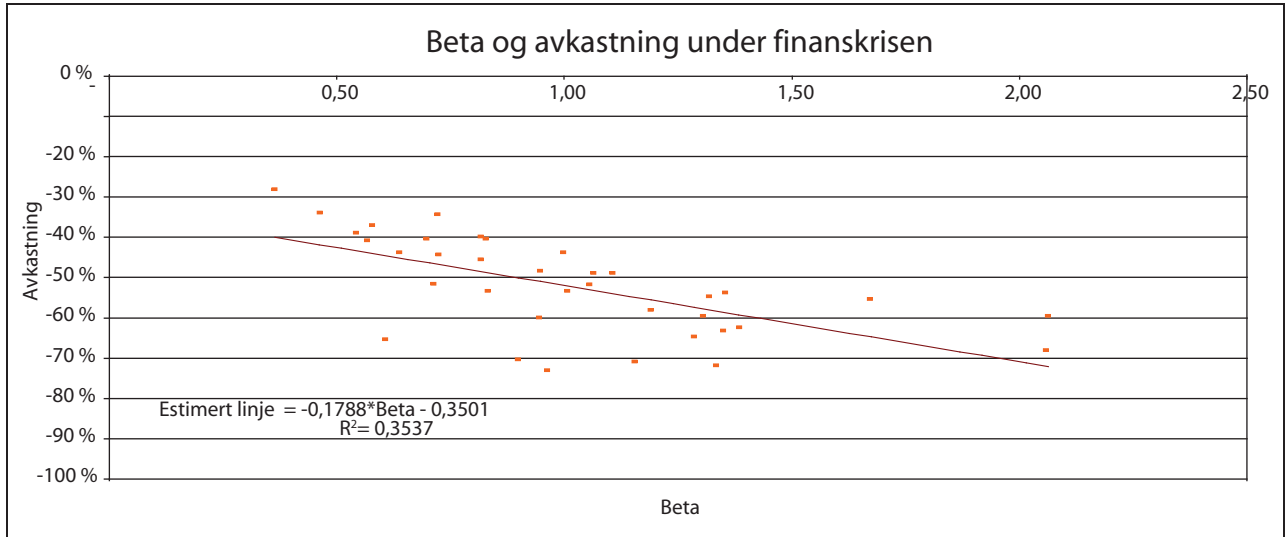
Under turbulente markeder ser en ofte at korrelasjonen mellom aktiva med risiko øker. Dette betyr at effekten av risikospredning blir redusert i disse periodene. Gjennom finanskrisen så en at korrelasjonen økte mellom alle sektorene – spesielt for de sektorene som i utgangs-

punktet hadde lav korrelasjon og derved lav beta. Sektorer med historisk lav følsomhet for aksjemarkedet fikk derfor en svakere betajustert avkastning i figur 5.4 enn sektorer som allerede hadde høy sensitivitet. Figur 5.5 viser avkastningen til sektorene gjennom finanskrisen og



Figur 5.4 Jensens alfa beregnet for sektorene i FTSE All-World

Kilde: FTSE og Finansdepartementet



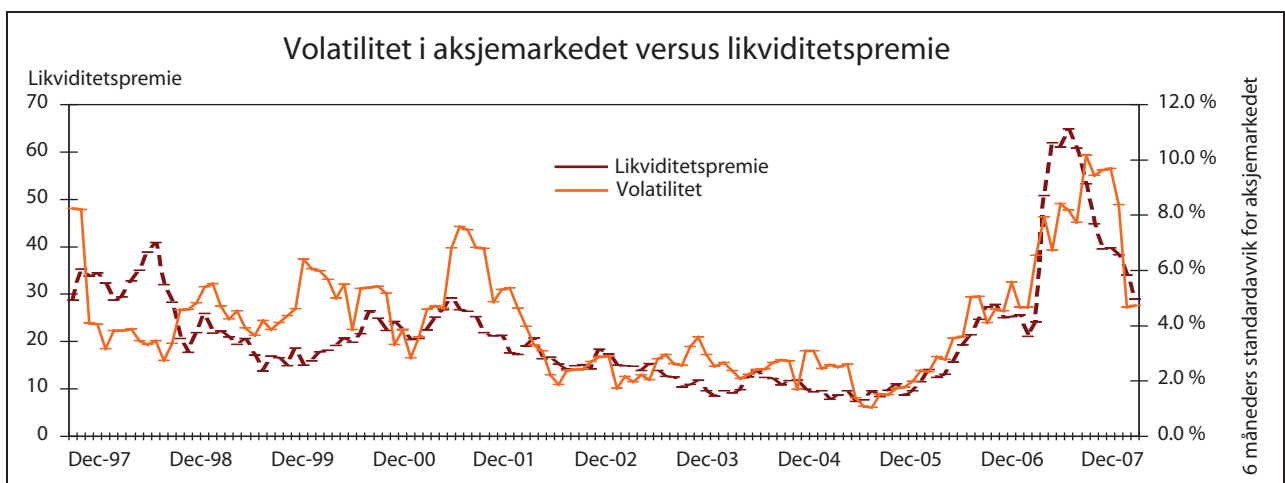
Figur 5.5 Estimerte betaverdier for sektorene i FTSE All-World og nominell avkastning fra utgangen av oktober 2007 til utgangen av februar 2009 målt i lokal valuta

Kilde: FTSE og Finansdepartementet

respektive betaverdier. I snitt falt sektorer med høy beta mer enn sektorer med lav beta, men forskjellen var mindre enn hva de historiske sammenhengene indikerte. Dette indikerer at andre faktorer kan ha vært viktigere for sektorenes avkastning under finanskrisen, enn de som lå til grunn for de estimerte betaverdien.

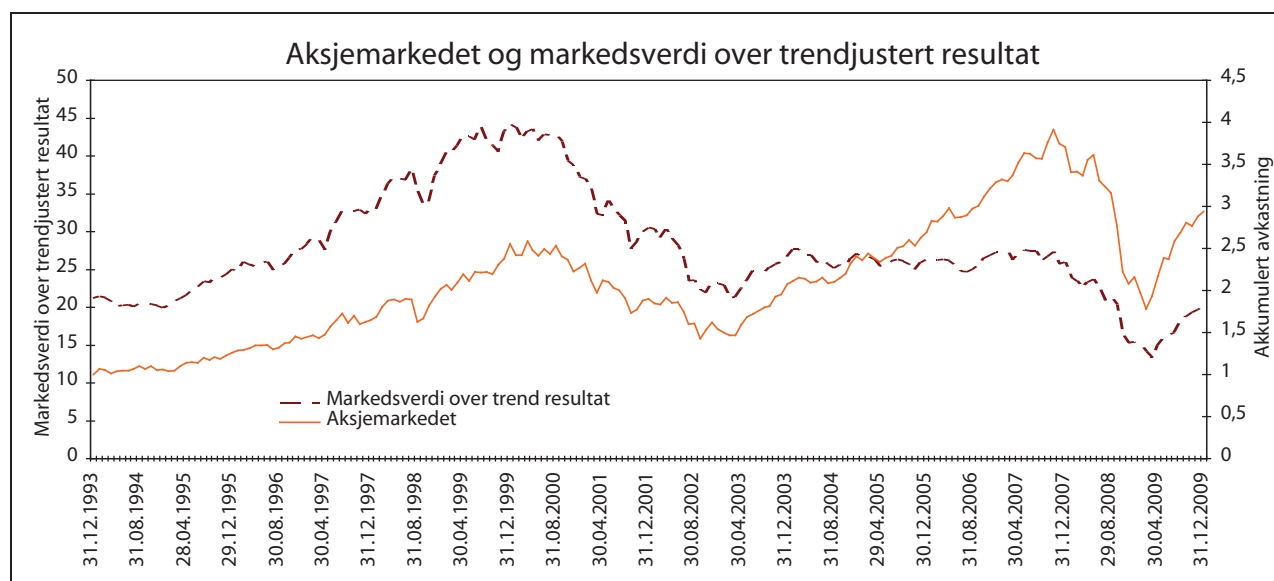
Tilsvarende erfarte også mange investorer at ulike aktivaklasser og investeringsstrategier viste seg å være langt mer korrelert med aksjemarkedet under finanskrisen enn hva historiske data indikerte. Den kraftige reduksjonen i tilgangen på likviditet trekkes av mange fram som en sentral forklaring. Under finanskrisen måtte store posi-

sjoner i finansmarkedene avvikles når investorene ikke lenger fikk tilgang på finansiering. Fallende priser og lavere omsettelighet førte til økte krav om sikkerhetsstillelse for belånte posisjoner. Dette bidro igjen til nye salg av verdipapirer. Bankene hadde også store problemer med sine egne innlån og overskuddslikviditet ble plassert i likvide statsobligasjoner, framfor utlån til investorer. Under finanskrisen oppfattet investorene også utfallsrommet av krisen som svært usikkert. Det var vanskelig å forutse konsekvensene av de omfattende problemene i det finansielle systemet. I en situasjon med kraftig fallende vekst, bankkrise og ekstrem markedsvolatilitet ønsket investorene i større



Figur 5.6 Rullerende seks måneders standardavvik for FTSE All-World i lokal valuta samt rentedifferansen på amerikanske statsobligasjoner som er «on the run» og «off the run»

Kilde: FTSE og Finansdepartementet



Figur 5.7 Akkumulert nominell avkastning for FTSE All-World målt i lokal valuta og utviklingen i det trendjusterte pris-inntjeningsforholdet for det amerikanske aksjemarkedet

Kilde: FTSE og Finansdepartementet

grad å redusere sin eksponering mot aksjer i alle sektorer. Dette bidro til å øke korrelasjonen mellom sektorene. I finansmarkedene økte etterspørselen etter papirer med lav risiko – primært statsobligasjoner – samtidig som aktiva med høyere risiko ble mer korrelert.

Fra 2003 til 2008 gikk man fra et marked med meget god tilgang til likviditet til mangel på likviditet. Effekten var en kraftig økning i volatiliteten til aktiva med risiko og aksjemarkedet falt kraftig fra oktober 2007. I urolige markeder etterspør investorene sikre papirer med høy omsettelighet – disse gir forutsigbarhet og fleksibilitet. I markeder med god tilgang på likviditet er investorene ikke villig til å betale like mye for disse egenskapene. Figur 5.6 viser sammenhengen mellom utviklingen i en likviditetspremie i statsobligasjonsmarkedet (som er beskrevet nærmere i kapittel 7) og volatiliteten i aksjemarkedet.

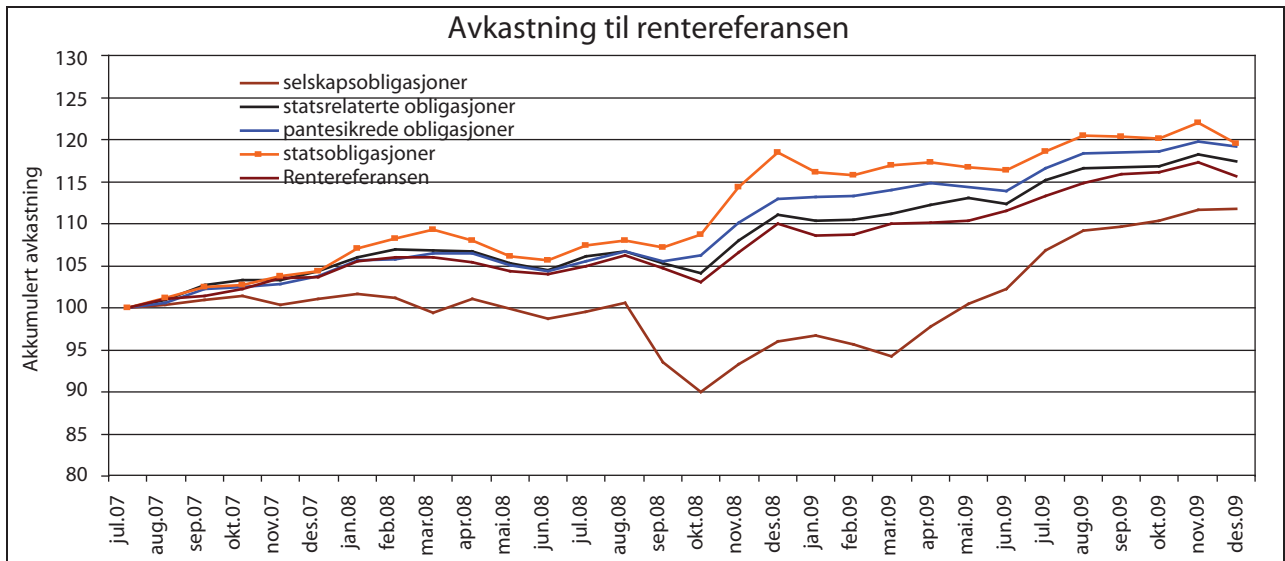
Aksjemarkedet drives av forventninger om framtidig inntjening og verdsettelse. Verdsettelsen av aksjemarkedet er ofte medsyklisk og reflekterer økt optimisme og vilje til å ta risiko hos investorene. Forhold som god tilgang på likviditet har ofte bidratt til økt verdsettelse i aksjemarkedet. Oppgangen i aksjemarkedet fram mot finanskrisen var imidlertid i mindre grad enn tidligere drevet av økt verdsettelse. Dette bidro trolig til å moderere svingningene i aksjemarkedet gjennom finanskrisen. En høyere verdsettelse ved inngangen av krisen kunne ført til et større fall.

Figur 5.7 viser utviklingen i aksjemarkedet og verdsettelsen. Som mål for verdsettelse benyttes verdien av det amerikanske aksjemarkedet i forhold til 10 års rullerende inntjening. Fram mot år 2000 var økt verdsettelse en svært viktig faktor bak oppgangen. Spesielt var verdsettelsen høy for aksjer relatert til teknologi, telekommunikasjon og media. Når disse sektorene ikke leverte resultater i tråd med forventningene, ble resultatet et betydelig fall i verdsettelsen. Aksjemarkedet falt 45 pst. – kun 9 pst. mindre enn under finanskrisen – til tross for at finanskrisen hadde langt større negative konsekvenser for realøkonomien.

5.3 Utviklingen i rentemarkedet

Risikonivået i SPU fastsettes hovedsakelig gjennom den strategiske aktivafordelingen. Samspillet mellom aksje- og renteindeksen er den viktigste kilden til risikospredning i fondet.

Under fallet i aksjemarkedet i perioden 2000-2002 steg rentereferansen med 19,5 pst. mens den under finanskrisen steg med 6,3 pst. Rentereferansen bidro dermed til å dempe fallet i fondets samlede referanseindeks i begge periodene. Spesielt har stats- og statsgaranterte verdipapirer bidratt til å dempe utslagene i fondets samlede avkastning i disse periodene. Det skyldes ikke bare at kraftig fall i aksjemarkedet har blitt etterfulgt av en mer ekspansiv pengepolitikk, men også at



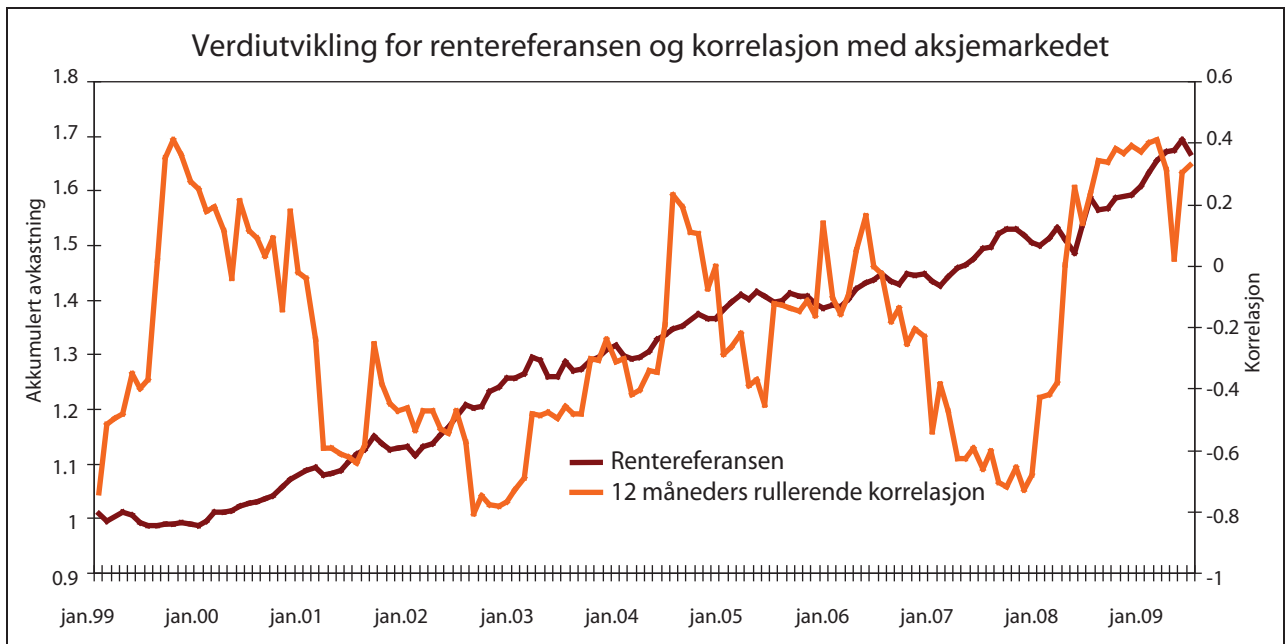
Figur 5.8 Akkumulert nominell avkastning til referanseindeksen for rentebærende papirer i SPU – målt i lokal valuta og fordelt på utsteder sektorer

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

statsobligasjoner er meget likvide og oppfattes som en «trygg havn» i turbulente markeder. Selskapsobligasjoner vil også dra nytte av et fallende rentenivå, men som regel vil rentedifferansen mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner øke når aksjemarkedet faller. Fallende aksjemarkeder reflekterer forventninger om lavere kon-

tantstrøm fra foretakssektoren og derved redusert gjeldsbetjeningsevne.

Figur 5.8 viser avkastningen til ulike utstedersegmenter i rentereferansen. Med unntak av selskapsobligasjoner hadde samtlige segmenter en positiv utvikling gjennom finanskrisen. Om lag to tredjedeler av rentereferansen har enten en eks-



Figur 5.9 Akkumulert nominell avkastning for rentereferansen til SPU og 12 måneders rullende korrelasjon mellom nominell avkastning av referanseindeksen for renter og aksjer i SPU målt i referanseindeksens valutakurv

Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

plisitt eller en implisitt statsgaranti. Dette var svært viktig for avkastningen til rentereferansen gjennom finanskrisen.

Selskapsobligasjoner hadde en negativ avkastning gjennom finanskrisen. SPU's referanseindeks består kun av selskapsobligasjoner med høy kredittverdighet – såkalt «investment grade». Økt kredittrisiko var en viktig årsak til fallet, men en kraftig reduksjon i omsetteligheten bidro også til å dempe avkastningen på disse papirene markert. Rentemarkedene ble i langt større grad enn aksjemarkedet rammet av lavere omsettelighet under finanskrisen.

Figur 5.9 viser verdiutviklingen for rentereferansen og 12 måneders rullerende korrelasjon mellom avkastningen til aksje- og rentereferansen. Rentereferansen har med få unntak steget i hele perioden, slik at utviklingen i aksjemarkedet har vært viktig for den målte korrelasjonen. Korrelasjonene mellom aksjer og renter har imidlertid variert over tid og har i lengre perioder også vært positiv. Siden 1997 har imidlertid inflasjonen vært lav og stabil, noe som har gitt sentralbankene betydelig rom til å senke rentene som respons på problemer i finansmarkedene eller realøkonomien.

6 Den akademiske forskningen omkring markedseffisiens og aktiv forvaltning

6.1 Innledning

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

6.2 Teorien om markedseffisiens

Rapporten fra Ang, Schaefer og Goetzmann tar utgangspunkt i hypotesen om markedseffisiens («*Efficient Market Hypothesis*», EMH), som særlig ble utviklet på 1960- og 70-tallet. Markedseffisienshypotesen innebærer at prisen på en finansiell eiendel, slik som en aksje eller obligasjon, til enhver tid gjenspeiler all tilgjengelig informasjon om eiendelens fundamentale verdi. Dersom denne hypotesen er korrekt, vil det være umulig for en forvalter konsistent å «slå markedet». Aktiv forvaltning vil dermed ha liten rolle å spille når det gjelder å tilføre verdi.

Det teoretiske utgangspunktet for markedseffisienshypotesen bygger på at en stor aktiv markedsplass for noterte verdipapirer som er kjenetegnet ved hard konkurranse investorene imellom, vil føre til at det ikke vil være noen ekstra avkastning utover normal kompensasjon for markedsrisiko. En implikasjon av dette er at investorer som gjennom aktiv forvaltning søker å oppnå en høyere avkastning enn det som følger av den generelle markedsutviklingen, vil bli påført et tap.

Følgelig vil en ren indekseringsstrategi utkonkurrere en strategi som er basert på aktiv forvaltning, der formålet er å utnytte feilprisede verdipapirer.

Markedseffisienshypotesen er basert på en rekke strenge forutsetninger. Den akademiske forskningen omkring markedseffisiens de to siste tiårene har søkt å videreutvikle hypotesen ved å anta mindre strenge forutsetninger. Resultatet av denne forskningen er en mer moderne beskrivelse av EMH der en tar hensyn til blant annet eksistensen av markedsfriksjoner, kostnader ved informasjonsinnhenting, prinsipal-agent problemer og restriksjoner knyttet til kapitalstruktur.

I rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer pekes det på at denne utviklingen ikke endrer den grunnleggende innsikten fra markedseffisienshypotesen, nemlig at det er svært vanskelig å oppnå meravkastning i et marked som er preget av stor grad av konkurranse. Men den akademiske forskningen utelukker ikke at det kan eksistere tilfeller av feilprising. I den senere tid har forskningen særlig fokusert på hvilke institusjonelle rammevilkår som må være tilstede for at en skal kunne utnytte slike feilprisinger, og hvorvidt aktiv rolle har overføringsverdi til andre områder utover å «slå markedet».

Nedenfor beskrives akademiske studier som søker å teste hvorvidt markedseffisienshypotesen kan forkastes innenfor ulike markeder og aktivklasser.

6.3 Empiriske studier av markedseffisienshypotesen

Ang, Goetzmann og Schaefer peker i rapporten på at mye av den akademiske forskningen om markedseffisienshypotesen og aktiv forvaltning er basert på data fra det amerikanske aksjemarkedet og amerikanske aksjefond. Denne begrensningen skyldes manglende tilgang på data for andre markeder og investorer.

Empiriske studier av markedseffisienshypotesen er enten basert på tester av priser eller tester av forvaltere. Tester av priser er typisk basert på å

undersøke om bestemte typer aktive strategier kunne vært utnyttet til å skape positiv risikojustert avkastning når disse testes på historiske data. Dersom det er mulig å påvise lønnsomhet i slike strategier, anses dette som et brudd på markeds-effisienshypotesen. Aktive strategier eller handleregler som har denne egenskapen betegnes ofte «anomalier».

Det er generelt en rekke metodiske problemstillinger forbundet med denne typen tester. Såkalt «datagraving» er én problemstilling, og knytter seg til at når et stort antall forskere aktivt analyserer et bestemt datamateriale, er det nesten uunngåelig at en eller flere handleregler tilfeldigvis vil framstå som lønnsomme i etterkant. En annen problemstilling er knyttet til at tester av priser i praksis er en felles test av modellen for forventet avkastning og graden av markedseffisiens.

Tester av priser tar generelt utgangspunkt i en bestemt prisingsmodell som antas å representere «riktig» pris på den finansielle eiendelen (for eksempel en aksje) i form av eksponering mot et sett felles risikofaktorer. Den enkleste av disse modellene er kapitalverdimodellen («*Capital Asset Pri-*

cing Modell»), CAPM), mens den mest brukte i senere tid er flerfaktormodellen utviklet av Ross (1976) («*Arbitrage Pricing Theory*», APT). Denne modellen bygger på at investor blir kompensert i form av høyere forventet avkastning for å ta på seg risikoen ved å være eksponert mot et sett risikofaktorer. Både CAPM- og APT-modellen vektlegger risikofaktorens betydning for fastsetting av forventet framtidig avkastning på en investering.

En rekke empiriske studier på 1970- og 80-tallet viste brudd på disse modellene ved at regnskapsmessige forhold, ulike mål på selskapenes inntjening og mer selskapsspesifikke forhold kunne utnyttes til å predikere framtidige kursbevegelser. Disse funnene ble betegnet anomalier, fordi de ikke kunne forklares av de teoretiske modellene. Eksempelvis innebærer kapitalverdimodellen at forventet avkastning bare avhenger av én faktor, markedsrisiko (beta). Senere studier avdekket også brudd på modeller som inkluderer flere risikofaktorer utover markedsrisiko, blant annet størrelse, verdi og momentum, jf. tabell 6.1. Dette er nærmere omtalt i temaartikkel 7 i denne meldingen.

Tabell 6.1 Utvalgte studier av ulike typer tester av priser¹

	Studie
<i>Tidlige studier av brudd på effisiens (anomalier)</i>	
Small-cap premie: små selskaper gir høyere avkastning enn store selskaper	Banz (1981)
Januar-effekten: investeringer i januar gir høyere avkastning enn i øvrige måneder	Keim (1983), Reingaum (1983)
Pris/inntjenings-effekten: forholdet mellom pris og selskapets inntjening kan benyttes til å predikere framtidig aksjeavkastning	Basu (1977)
Pris/bok-effekten: forholdet mellom bokførte verdier og selskapets markedsverdi kan benyttes til å predikere relativ avkastning	Stattman (1980)
Short-term reversal: en strategi som er basert på å være lang aksjer som har hatt svak utvikling siste måned og kort aksjer som har hatt høy avkastning, har hatt en tendens til å oppnå positiv gjennomsnittsavkastning over tid	Rosenberg m.fl. (1985)
Momentum-effekten: en strategi som er basert på å være lang vinneraksjer siste 12 mnd. og kort taperaksjer, gir meravkastning	Jagadeesh og Titman (1993)
Long-term reversal: en strategi som er basert på å være lang aksjer som har hatt lav avkastning i foregående 1–5 år og kort aksjer som har hatt høy avkastning i samme periode, har hatt en tendens til å ha positiv avkastning i etterfølgende perioder	Debondt og Thaler (1985)
En strategi som er basert på å være lang aksjer med overraskende positive nyheter om inntjening og kort aksjer med overraskende negative nyheter gir meravkastning	Bernhard og Thomas (1989)
Investorer gjør handler basert på informasjon i selskapenes årsrapporter, som tidligere er annonsert i kvartalsrapporter	Hand (1990)
Negativ sammenheng mellom påløpte regnskapstall og framtidig aksjeavkastning	Sloan (1996)

Tabell 6.1 Utvalgte studier av ulike typer tester av priser¹

	Studie
<i>Nyere studier av anomalier</i>	
Selskaper med høyere selskapsspesifikk risiko har lavere avkastning	Ang m.fl. (2006)
Investorsentiment påvirker prisene	Baker og Wurgler (2006)
Aksjehandler blant småinvestorer påvirker aksjekursene	Kumar og Lee (2006), Kaniel m.fl. (2008)
Tap i fotball-VM gir negativ avkastning påfølgende dag	Edmans m.fl. (2007)
Aksjer som er følsomme for markedsuro har lavere gjennomsnittsavkastning	Campbell m.fl. (2008)
Aksjer i leverandørselskaper reagerer senere på økonomiske sjokk enn aksjer i produsentselskaper	Cohen og Frazzini (2008)
Markedene reagerer ulikt på håndfast og ikke-håndfast informasjon	Daniel og Titman (2006)
Aksjer med høy avkastning siste uke gir vedvarende høyere avkastning opp til 12 mnd.	Gutierrez og Kelly (2008)
Prisutslagene som følge av nyheter om inntjening er større når denne kommer på en fredag	Dellavigna og Opplet (2009)
<i>Risikofaktorer</i>	
Markedsporteføljen gir ikke høyest mulig gjennomsnittsavkastning for et gitt nivå på risiko	Kandel og Starnbaugh (1987)
En-faktor modeller som CAPM kan forkastes til fordel for flerfaktor-modeller	Hansen og Jagannathan (1997)
<i>Langsiktig predikerbarhet</i>	
Historisk avkastning, forholdet utbytte/inntjening og pris/inntjening, predikerer langsiktig aksjeavkastning	Fama og French (1988a, 1988b)
Fundamentale faktorer som pris/inntjening kan brukes til å time markedet	Shiller (1981), Poterba og Summers (1988), Campbell og Shiller (1988)

¹ En nærmere beskrivelse av de enkelte referanser i denne tabellen er gitt i rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer.

Kilde: Ang, Goetzmann og Schaefer (2009) og Finansdepartementet.

Ettersom tester av markedseffisienshypotesen basert på priser er en felles test av den konkrete prisingsmodellen og graden av markedseffisiens, vil spesifikasjonen av prisingsmodellen ha stor betydning for resultatet. Mange av de tidlige studiene som avdekket brudd på markedseffisiens (anomalier) var basert på en modell der markedsrisiko er eneste risikofaktor. Spesifikasjonen av denne modellen var videre typisk basert på en referanseindeks bestående av en markedsvektet aksjeportefølje for det amerikanske markedet.

Debatten omkring markedseffisienshypotesen har i den senere tid særlig dreid seg om hvorvidt slike brudd må tolkes som ineffisiens, eller om de reflekterer at en ikke i tilstrekkelig grad har identifisert og spesifisert andre relevante risikofaktorer. I rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer

pekes det på at uavhengig av om brudd på markedseffisienshypotesen skyldes ineffisiens eller at man ikke har tatt hensyn til andre relevante risikofaktorer, vil studier av tester av priser kunne være av potensiell relevans for SPU ettersom disse kan angi mulige avkastningskilder.

Ang, Goetzmann og Schaefer argumenterer i sin rapport for at dersom referanseindeksen utelukkende er en markedsvektet portefølje bestående av alle omsatte verdipapirer, så kan aktiv forvaltning (definert som avvik fra disse markedsvektene) være formålstjenlig for å oppnå eksponering mot risikofaktorer som ikke fanges opp av eksponeringen mot markedsrisiko. Den akademiske forskningen støtter opp under at investorene over tid vil bli kompensert for å ta systematisk risiko, for eksempel gjennom å investere i verdi-

aksjer i forhold til vekstaksjer. Dersom en inkluderer flere systematiske risikofaktorer utover markedsrisikofaktoren i en test av priser, viser empiriske studier at en kan forkaste en hypotese om at markedsporteføljen er effisient.

Testing av aktive strategier som er basert på å skape risikojustert meravkastning (ren alfa) basert på historiske data, indikerer at det finnes en rekke potensielt lønnsomme investeringsstrategier. Ang, Goetzmann og Schaefer peker imidlertid på flere forhold som gjør at disse strategiene har begrenset overføringsverdi til fondet. For det første representerer lønnsomheten ved disse strategiene en beregnet, og ikke en faktisk oppnådd meravkastning. Videre er det ikke tatt hensyn til transaksjonskostnader, forvaltningskostnader og markedspåvirkning. For det andre kan resultatene være pre-

get av de potensielle skjevheter som følge av de metodiske problemene knyttet til datagraving, jf. ovenfor. Videre innebærer endrede markedsforhold, herunder variasjon i lønnsomheten i aktive strategier over tid, at det generelt er vanskelig å framskrive resultatene. For det tredje viser Ang, Goetzmann og Schaefer til at flere av de påviste lønnsomme avvikene fra markedsporteføljen ikke er skalerbare, og at derfor ikke kan gjennomføres i det omfang som er relevant for SPU.

Den andre typen empiriske studier av markedseffisienshypotesen er tester basert på forvaltere og institusjonelle investorer, jf. tabell 6.2. Disse testene er mer relevante for fondet enn tester basert på priser.

Tabell 6.2 Utvalgte studier av forvaltere og institusjonelle investorer¹

	Studie
<i>Aksjefond</i>	
Ingen statistisk støtte for en hypotese om systematisk dyktighet	Jensen (1986)
Aksjefond har gitt en mindreavkastning på 0,85 pst. per år etter kostnader (0,29 pst. før kostnader)	Fama og French (2008)
Aksjefond har gitt høyere avkastning enn S&P500 før kostnader, men ikke etter	Wermers (2000)
Gjennomsnittlig risikojustert avkastning etter kostnader er om lag null	Ferson og Schadt (1996)
Gjennomsnittsinvestoren vil kunne øke sin gjennomsnittsavkastning med 0,67 pst. ved passiv forvaltning	French (2009)
<i>Institusjonelle forvaltere</i>	
Støtte til positiv risikojustert meravkastning	Tonks (2005)
Støtte til persistens blant pensjonsfondsforvaltere, men bare blant forvaltere med relativt svake resultater	Christopersen (1998)
Terminering av forvaltere og ansettelse av nye forvaltere gir ingen gevinst sammenliknet med å beholde dagens forvaltere	Goyal og Wahal (2008)
Støtte til persistens, men dette skyldes momentumfaktoren	Busse m.fl. (2009)
Ingen bevis for verdiskaping gjennom seleksjon av forvaltere	Stewart m.fl. (2009)
Pensjonsfond gir høyere avkastning enn aksjefond basert på stil og størrelse	Bauer m.fl. (2008)
Visse typer universitetsfond gjør det bedre enn andre fond	Lerner m.fl. (2008)
Evnen blant universitetsfond til å skape alfa er underutnyttet	Brown og Garlappi (2009), Brown m.fl. (2009)
<i>Statlige investeringsfond</i>	
Positive resultater på kort sikt, men negative på lang sikt	Bortolotti m.fl. (2008)
Positive resultater på kort sikt, men null risikojustert meravkastning på lang sikt	Kotter og Lel (2008) og Dwenter m.fl. (2009)

Tabell 6.2 Utvalgte studier av forvaltere og institusjonelle investorer¹

	Studie
<i>Hedgefond</i>	
Hedgefond slår aksjefond i perioden 1988-1995, men gir ikke i gjennomsnitt positiv risikojustert meravkastning	Ackermann m.fl. (1999)
Støtte til positiv risikojustert meravkastning	Brown m.fl. (1999)
Persistens blant vinnere på kort sikt, men tegn til forskjeller i dyktighet	Agarawal og Naik (2000)
Persistens blant de beste, tegn på dyktighet	Jagannathan m.fl. (2006)
Finner bevis for gjennomsnittlig meravkastning	Bailey m.fl. (2004)
Positive resultater, og persistens basert på årlig horisont	Kosowski m.fl. (2007)
Positiv alfa og tegn på dyktighet i timing	Avramow m.fl. (2008)
Finner ingen tegn til dyktighet	Griffin og Xu (2007)
Ingen tegn til positive resultater	Malkiel og Saha (2005)
Alfa dokumentert i andre studier er kompensasjon for å bære likviditetsrisiko	Gibson og Wang (2009)
<i>Renteforvaltning</i>	
Flere rentestراتيجier er lønnsomme i etterkant, men meravkastning er i flere tilfeller ikke signifikant	Duarte m.fl. (2005)
Ingen tegn på dyktighet blant forvaltere av rentefond	Elton m.fl. (1993)
Gjennomsnittlig mindreakstning (ikke signifikant)	Ferson m.fl. (2006)
Meravkastning før kostnader, men ikke etter kostnader	Chen m.fl. (2009)

¹ En nærmere beskrivelse av de enkelte referanser i denne tabellen er gitt i rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer.

Kilde: Ang, Goetzmann og Schaefer (2009) og Finansdepartementet

Mange av de empiriske studiene av oppnådde forvaltningsresultater blant forvaltere er basert på aksjefond, som typisk vil ha en kostnadsstruktur og et utgangspunkt for verdiskaping som avviker betydelig fra fondet. Resultatene fra disse studiene har derfor begrenset relevans for forvaltningen av SPU.

Nyere akademisk forskning tyder på at enkelte forvaltere har spesielle ferdigheter som gjør at de oppnår bedre avkastning enn markedsavkastningen, regnet før forvaltningskostnader. Forskningen viser imidlertid at det ikke er statistisk grunnlag for å fastslå at de spesielle ferdighetene gir seg utslag i merverdi for oppdragsgiver. De empiriske studiene viser generelt at for aksjefond er avkastningen etter kostnader og risikojustert meravkastning (alfa) i gjennomsnitt null, eller negativ, jf. tabell 6.2. Samtidig er det støtte for at noen forvaltere er bedre enn andre, selv om et gjennomsnittlig aksjefond typisk gjør det dårligere enn en passiv portefølje på risikojustert basis etter forvaltningskostnader.

De empiriske studiene viser videre at det for forvaltning gjennom hedgefond heller ikke er statistisk støtte til at en kan skape positiv risikojus-

tert avkastning etter fradrag for forvaltningskostnader. Dataseriene som ligger til grunn for disse analysene er vesentlig kortere enn studiene av aksjefond, og kvaliteten på dataene er også mer usikker. Samtidig er markedet for hedgefond forvaltning i endring, noe som gjør det vanskelig å framskrive resultatene fra disse studiene. Ang, Goetzmann og Schaefer peker imidlertid på at det er liten statistisk støtte til at aktive eierfond (private equity) og oppstartsfond (venture capital) skaper positiv risikojustert meravkastning. Enkelte studier indikerer en viss grad av persistens i ferdighetene, men det er ikke mulig å trekke sikre konklusjoner på grunnlag av tilgjengelig data. For eiendomsforvaltning er datagrunnlaget for svakt til at en kan vurdere hvorvidt forvaltere har skapt verdi på risikojustert basis.

Innenfor annen type institusjonell forvaltning, slik som store universitetsfond («endowments»), pensjonsfond og statlige investeringsfond er det enda svakere grunnlag for å vurdere om aktiv forvaltning kan skape positiv risikojustert avkastning. Enkelte amerikanske universitetsfond oppnådde svært gode resultater i forkant av finanskrisen gjennom en investeringsstrategi basert på al-

ternative aktivaklasser. Det hevdes at lang tidshorisont gjorde at disse fondene kunne fokusere på alternative aktivaklasser. Ang, Goetzmann og Schaefer viser til at de fleste studier indikerer at forvaltere av pensjonsfond ikke er i stand til å identifisere de beste forvalterne i forkant, samtidig som forvalterne i liten grad evner å skape risikojustert meravkastning. De få studiene av statlige investeringsfond som er basert på investeringer i noterte verdipapirer, viser at aksjekursene reagerer positivt når et statlig investeringsfond foretar en investering, samtidig som de langsiktige resultatene av disse investeringene er ikke spesielt gode.

6.4 Oppsummering

Den moderne beskrivelsen av markedseffisienshypotesen åpner for at det kan eksistere lønnsomme aktive forvaltningsstrategier basert på utnyt-

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

7 Risikofaktorer i aksje- og obligasjonsmarkedet

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

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

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

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

Kapitalverdimodellen har hatt stor betydning for forståelsen av avkastning og risiko i verdipapirmarkedene. Et verdipapirs beta regnes fortsatt som en viktig priset risikofaktor. Empirisk forskning har imidlertid vist at sammenhengen mel-

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

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

I lys av dette utvidet Fama og French¹ kapitalverdimodellen til å inkludere ytterligere to systematiske risikofaktorer, selskapsstørrelse (gitt ved markedsverdi) og verdi (markedsverdi i forhold til bokført verdi). Ifølge denne modellen vil små selskaper ha høyere forventet avkastning enn store selskaper, korrigert for markedsbeta. Det samme gjelder for verdiselskaper. Carhart² utvidet denne såkalte trefaktormodellen til å inkludere en momentum-faktor («firefaktormodellen»).

En mulig teoretisk forklaring på størrelse- og verdieffektene er at små aksjeselskaper og verdiselskaper er selskaper som er mer utsatt i krisetider. I nedgangstider antas det at denne typen selskaper har lettere for å gå konkurs eller få større finansielle problemer enn andre selskaper. Avkastningen på aksjer i slike selskaper vil dermed være spesielt lav under slike markedsforhold, og lavere enn det som følger av selskapenes beta. I

¹ Fama, E.F. og K.R. French, 1993, Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, Volume 33, Number 1, pp. 3-56.

² Carhart, M.M., 1997, On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, Volume 52, Number 1, pp. 57-82.

stedet for å sikre stabilitet, bidrar disse aksjene til å forsterke svingningene i porteføljeavkastningen. Gjennomsnittsinvestoren vil da kreve høyere avkastning på slike aksjer.

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

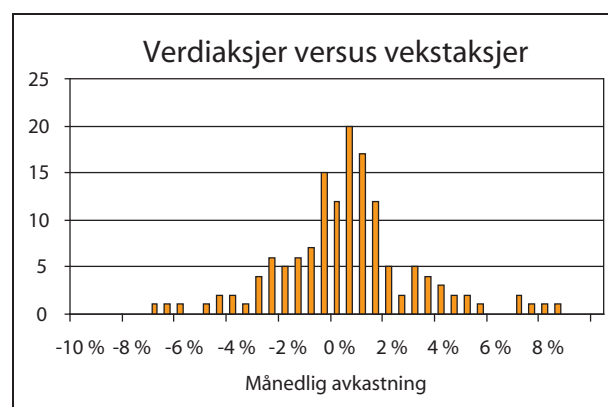
Selv om disse tre- og firefaktormodellene gir en bedre forklaring av avkastningsforskjellene i aksjemarkedet, og noen av faktorene har en til dels intuitiv forklaring, er det ikke full enighet blant finanstereoretikere om alle disse faktorene virkelig er systematiske risikofaktorer som er priset i markedet,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

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

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

En globalt diversifisert portefølje som SPU er trolig eksponert mot mange av disse systematiske risikofaktorene, både i den strategiske referanseindeksen og i den faktiske porteføljen. I rapporten fra professorene Ang, Goetzmann og Schaefer om den aktive forvaltningen i SPU pekes det på at fondets formål og særpreg kan tale for en annen eksponering mot noen av disse risikofaktorene enn hva en får ved å holde markedsporteføljen, se omtale i avsnitt 2.3 i meldingen. Mens gjennomsnittsinvestoren per definisjon holder markedsporteføljen, bør investorer med ulike risikotoleranser søke ulik eksponering mot de prisede risikofaktorene, for på den måten å optimalisere bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko. Slik porteføljetilpasning til flere risikofaktorer er godt beskrevet av Cochrane³.

Et sentralt spørsmål er hvordan ulike risikofaktorer vil kunne påvirke avkastning og risiko i



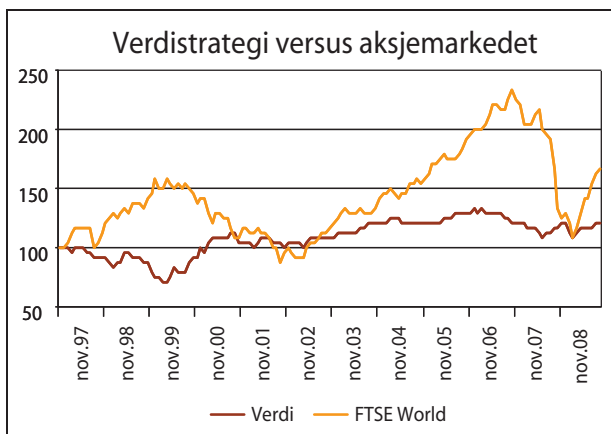
Figur 7.1 Historisk månedlig meravkastning på globale verdiaksjer relativt til vekstaksjer, målt i dollar. Desember 1997-september 2009.

Kilde: Ang, Goetzmann og Schaefer (2009)

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

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

³ Cochrane, J.H., 1999, Portfolio Advice for a Multifactor World, Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago.

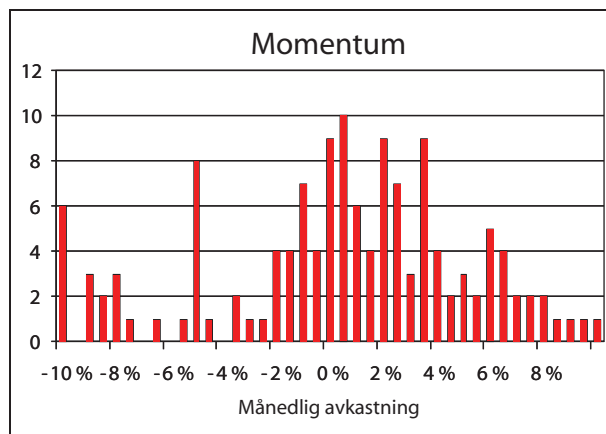


Figur 7.2 Historisk (nominell) verdiutvikling av en portefølje investert i henhold til en global verdi-strategi (kjøp globale verdiaksjer, selg globale vekstselskaper), målt i dollar. Også vist er verdiutviklingen av det globale aksjemarkedet (FTSE All-World totalavkastningsindeks). Desember 1997-september 2009. Verdien er satt til 100 i november 1997.

Kilde: Ang, Goetzmann og Schaefer (2009), og Datastream

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

Månedlig meravkastning knyttet til *momentum* er vist i figur 7.3. Dette er forskjellen i avkastning mellom amerikanske aksjer som har hatt henholdsvis høy og lav avkastning siste 12 måneder. «Vinneraksjene» har i gjennomsnitt gitt nesten 2 pst. høyere årlig avkastning enn «taperaksjene» gjennom perioden. Volatiliteten til meravkastningen har imidlertid vært svært høy, hele 23 pst. Avkastningsfordelingen har også såkalte fete haler, eller større tyngde i halene enn hva normalfordelingen har. Videre er den skjevfordelt mot lav avkastning («negative skewness»), noe som gir forhøyet nedsiderisiko. En momentum-strategi som går ut på å kjøpe de amerikanske vinneraksjene og selge taperaksjene ville gitt en avkastning som er lavt korrelert med det amerikanske



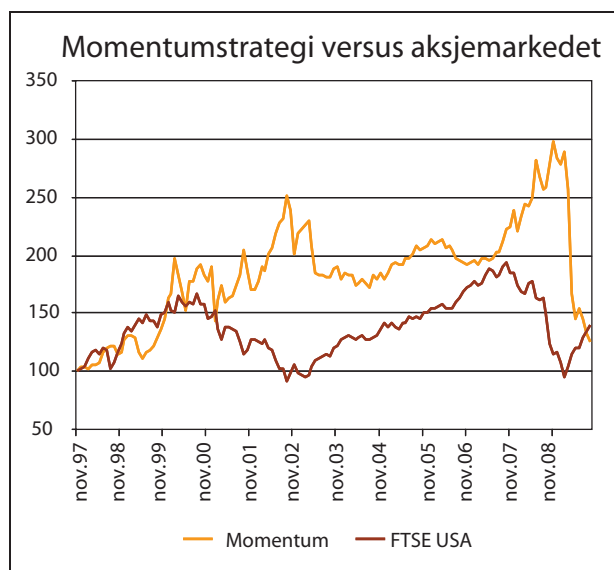
Figur 7.3 Historisk månedlig meravkastning på amerikanske aksjer som har hatt høy avkastning siste 12 måneder relativt til aksjer som har hatt lav avkastning, målt i dollar. Desember 1997 – september 2009.

Kilde: Ang, Goetzmann og Schaefer (2009)

aksjemarkedet, unntatt under finanskrisen, da avkastningen falt dramatisk kort tid etter at aksjemarkedet generelt hadde falt. Dette er illustrert i figur 7.4. Dimson, Marsh og Staunton⁴ har studert momentum-effekten i 17 utviklede aksjemarkeder ved hjelp av avkastningsdata tilbake til 1900. De finner at en momentum-strategi som beskrevet ovenfor ville gitt svært høy avkastning (før transaksjonskostnader) i de fleste aksjemarkedene. Strategien ville imidlertid vært kostbar å implementere, da den gir høye transaksjonskostnader. Resultatet sier derfor lite om framtidig avkastning etter kostnader knyttet til denne strategien.

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

⁴ Dimson, E., P. Marsh og M. Staunton, 2008, Global Investment Returns Yearbook 2008, ABN-AMRO.



Figur 7.4 Historisk (nominell) verdiutvikling av en portefølje investert i henhold til en momentumstrategi i det amerikanske aksjemarkedet (kjøp «vinneraksjer» og selg «taperaksjer»), målt i dollar. Også vist er verdiutviklingen av det amerikanske aksjemarkedet (FTSE USA totalavkastningsindeks). Desember 1997-september 2009. Verdien er satt til 100 i november 1997.

Kilde: Ang, Goetzmann og Schaefer (2009), og Datastream

slag for langsiktig terminpremie er 0,5 – 1,5 pst., avhengig av durasjonen, jf. kapittel 8.

Til *kredittrisiko* er det knyttet en forventet kredittpremie, ut over renten på tilsvarende obligasjoner uten kredittrisiko, hvis størrelse vil avhenge av kredittverdigheten til utsteder. Realisert kredittpremie kan imidlertid variere mye over tid, og i perioder har den vært negativ. Eksempler er amerikanske selskapsobligasjoner med middels høy kredittvurdering (Aa), som siden 1997 har gitt gjennomsnittlig årlig *mindre*avkastning på 0,6 pst. i forhold til amerikanske statsobligasjoner. Likeledes har amerikanske selskapsobligasjoner med svært lav kredittvurdering («high yield») gitt en årlig mindreavkastning på hele 3,8 pst. relativt til selskapsobligasjoner med noe høyere kredittvurdering (Baa). Disse tapene skyldes i stor grad finanskrisen (og i mindre grad teknologi-boblen som sprakk i 2000 – 2002), som ga høyere forventet kredittpremie og tilhørende verdifall på selskapsobligasjoner med kredittrisiko. Den negative avkastningen siden 1997 er derfor ikke representativ for forventet langsiktig kredittpremie. Dimson, Marsh og Staunton⁵ har estimert den historiske kredittpremien på amerikanske sel-



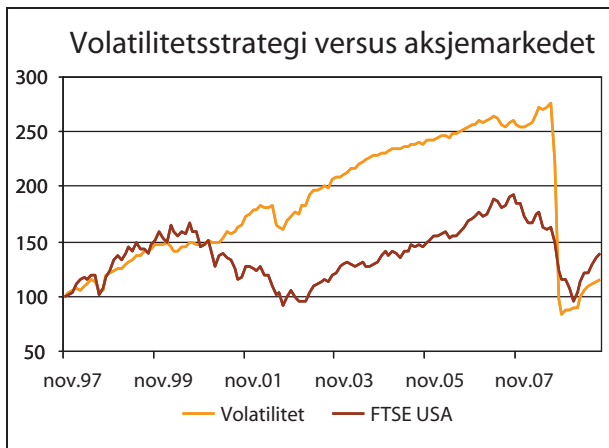
Figur 7.5 Historisk (nominell) verdiutvikling av en portefølje investert i henhold til en likviditetsstrategi i det amerikanske statsobligasjonsmarkedet (kjøp «off-the-run» og selg «on-the-run»), målt i dollar. Desember 1997-september 2009. Verdien er satt til 100 i november 1997.

Kilde: Ang, Goetzmann og Schaefer (2009)

skapsobligasjoner helt tilbake til 1900. De finner en premie sammenliknet med statsobligasjoner på om lag et halvt prosentpoeng for obligasjoner med middels høy kredittvurdering (Aaa og Aa).

Likviditetspremien er det som nevnt vanskelig å estimere. Datasettet fra Ang, Goetzmann og Schaefer inneholder imidlertid informasjon som kan brukes til å anslå den realiserede likviditetspremien. Denne informasjonen er forskjellen i renten på amerikanske statsobligasjoner med 10 års løpetid som er henholdsvis «off-the-run» (eldre papirer som er relativt illikvide) og «on-the-run» (nyere papirer som er relativt likvide). Empiriske studier tyder på at denne forskjellen, multiplisert med durasjonen, kan gi et omtrentlig estimat på realisert likviditetspremie, i det minste i statsobligasjonsmarkedet (jf. rapporten til Ang, Goetzmann og Schaefer). Resultatet av en slik beregning er at gjennomsnittlig årlig likviditetsavkastning har vært marginalt negativ siden 1997 (-0,1 pst.), og at avkastningsfordelingen har svært fete haler og er skjevfordelt mot lav avkastning. En likviditetsstrategi som går ut på å «høste» likviditetspremien i det amerikanske statsobligasjonsmarkedet ved å selge de likvide statsobligasjonene og kjøpe de illikvide ville derfor hatt en negativ

⁵ Dimson, E., P. Marsh og M. Staunton, 2002, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press.



Figur 7.6 Historisk (nominell) verdiutvikling av en volatilitetsstrategi i det amerikanske aksjemarkedet («swap» mellom forventet og realisert volatilitet), målt i dollar. Desember 1997-september 2009. Verdien til porteføljen er satt til 100 i november 1997.

Kilde: Ang, Goetzmann og Schaefer (2009)

verdiutvikling i perioden 1997 – 2009, som vist i figur 7.5. En nærliggende forklaring på den negative verdiutviklingen er at den forventede likviditetspremien steg kraftig under finanskrisen og da teknologi-boblen sprakk i 2000 – 2002. Dette førte til negativ likviditetsavkastning. Som nevnt tidligere er det imidlertid rimelig å anta at likviditetspremien er positiv på lang sikt.

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

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

8 Forventet langsiktig realavkastning og risiko

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

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

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

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

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

Forventningene er ment å gjelde på svært lang sikt. De er ment å representere anslag for gjennomsnittlig årlig avkastning og volatilitet over en periode på mange tiår, eller over en periode som er lang nok til å omfatte mange konjunktursyklus og tilhørende oppgangs- og nedgangstider i finansmarkedene. Slike langsiktige forventninger kalles gjerne ubetingede, da de i liten grad påvirkes av tidsvarierende faktorer. På mellomlang sikt, for eksempel kommende 10 til 20 år, kan forventet gjennomsnittlig realavkastning og volatilitet avvike fra de langsiktige estimatene, for eksempel pga. tidsvarierende risikopremier eller ubalanser i markedsprisene, som påpekt i St. meld. nr. 20 (2008 – 2009). Estimerer for slike tids-

Tabell 8.1 Punktanslag for forventet langsiktig årlig realavkastning og risiko (volatilitet) for globale obligasjoner, eiendom og aksjer (geometrisk).¹ Prosent

	Obligasjoner	Eiendom	Aksjer
Forventet avkastning	2,7	3,5	5,0
Forventet volatilitet	6,0	12,0	15,0

¹ Globale obligasjoner inkluderer kredittobligasjoner med en andel omtrent som i obligasjonsporteføljen til SPU. Forventet realavkastning på statsobligasjoner er 2,5 pst., mens forventet realavkastning på kredittobligasjoner er om lag 0,5 prosentpoeng høyere.

Kilde: Finansdepartementet

Tabell 8.2 Punktanslag for forventede langsiktige korrelasjoner mellom realavkastning av globale obligasjoner, eiendom og aksjer.

	Obligasjoner	Eiendom	Aksjer
Obligasjoner	1	0,3	0,4
Eiendom		1	0,6
Aksjer			1

Kilde: Finansdepartementet

varierende forventninger kalles betingede. Til slutt i denne temaartikkelen er det en kort diskusjon om hvorvidt avkastningsforventningene på mellomlang sikt avviker fra de langsiktige.

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

Forventet realavkastning og volatilitet på lang sikt

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

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

Departementets anslag for framtidig langsiktig realavkastning på statsobligasjoner (2,5 pst.) framstår derfor som rimelig, også etter erfaringe-

ne fra 2008 og 2009. Anslaget ligger mellom det svært lave gjennomsnittet for perioden 1900 – 2009 og det svært høye gjennomsnittet for perioden 1975 – 2009. Anslaget er konsistent med en forventet realavkastning på korte statspapirer på 1 – 2 pst. og en terminpremie på 0,5 – 1,5 pst. Historisk (1900 – 2009) har denne terminpremien vært om lag 1,4 pst., ifølge datasettet fra Dimson, Marsh og Staunton (statsobligasjoner med lang durasjon).

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

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

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

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

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

Som det framgår av disse statistiske målingene, er departementets anslag for framtidig gjennomsnittlig realavkastning på aksjer lavere enn det historiske gjennomsnitt siden 1900, selv om forskjellen reduseres noe når en inkluderer avkastningstallene fra 2008 og 2009 i det historiske gjennomsnittet. Som finansiell forskning har vist, er imidlertid ikke historisk avkastning nødvendigvis noe godt estimat på framtidig avkastning.

¹ Tallet 2,7 pst. i tabell 1 gjelder for SPUs portefølje av både stats- og kredittobligasjoner. Departementet har lagt til grunn 0,5 prosentpoeng høyere realavkastning på sistnevnte.

Tabell 8.3 Historisk årlig realavkastning og risiko (volatilitet) for globale porteføljer av statsobligasjoner og aksjer, for perioden 1900 – 2009 (geometrisk gjennomsnitt, lokal valuta). Verdiene i parentes er for perioden 1900 – 2007 (før finanskrisen). Porteføljvektene er om lag som i den strategiske referanseindeksen til SPU. Prosent

	Statsobligasjoner	Aksjer
Historisk avkastning	1,1 (1,0)	6,3 (6,7)
Historisk volatilitet	8,9 (8,8)	15,6 (15,0)

Kilde: Dimson, Marsh og Staunton (2010) og Finansdepartementet.

Framtidig aksjeavkastning kan heller ikke anslås uavhengig av avkastningen på alternative, mindre risikofylte investeringer (eller uavhengig av prisingen av aksjemarkedet og forventede framtidige utbyttestrømmer). Anslaget vil også avhenge av hvor stor en tror risikopremien for aksjer, eller «aksjepremien», vil være.

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

I lys av disse historiske tallene for aksjepremien framstår departementets langsiktige forventningsverdi på 2,5 pst. som et realistisk anslag. Anslaget er tilpasset den realiserte aksjepremien i nyere tid. Anslaget er også konsistent med noen viktige forskningsresultater. Dimson, Marsh, Staunton og Wilmot (2009)² anslår en forventet

langsiktig aksjepremie i det globale aksjemarkedet på 3 – 3,5 pst. mot korte statspapirer, hvilket tilsvarer om lag 2 – 3 pst. mot lange statsobligasjoner (geometrisk gjennomsnitt). Ifølge disse forskerne er det hovedsakelig tre grunner til at den historiske aksjepremien har vært høyere enn dette: aksjeutbytte fra selskapene har vært høye historisk, det har vært uventet sterk vekst i verdensøkonomien etter Andre verdenskrig, og fallende avkastningskrav. En kan ikke forvente en gjentakelse av dette forløpet. Ibbotson og Chen (2003)³ estimerer en framtidig aksjepremie som er 1,25 prosentpoeng lavere enn det historiske gjennomsnittet. Arnott og Bernstein (2002)⁴ finner at en «normal» aksjepremie er i underkant av 2,5 pst. Noen anslag er imidlertid noe mer optimistiske. En spørreundersøkelse fra slutten av 2009 blant Chief Financial Officers i et stort antall amerikanske bedrifter viser at det i gjennomsnitt forventes en langsiktig (10-års) aksjepremie i det amerikanske aksjemarkedet på om lag 4,4 pst. over 10-års amerikanske statsobligasjoner⁵.

Etter departementets syn framstår anslagene for forventet realavkastning på statsobligasjoner (2,5 pst.) og aksjepremie (2,5 pst.) på denne bakgrunn fortsatt som realistiske.

Forventet aksjevolaatilitet har til nå vært 15 pst, jf. tabell 8.1. Denne forventningsverdien var i stor grad ment å reflektere historisk (realisert) volatilitet i aksjemarkedet, da dette anses som et godt utgangspunkt for å anslå framtidig volatilitet. Historisk volatilitet var da også 15,0 pst. ved utgangen av 2007, da anslaget ble utarbeidet, jf. tabell

² Dimson, E., P. Marsh, M. Staunton og J.J. Wilmot, 2009, Global Investment Returns Yearbook 2009, Credit Suisse Research Institute.

³ Ibbotson, R.G. og P. Chen, 2003, Long-Run Stock Returns: Participating in the Real Economy, Financial Analysts Journal, Volume 59, Number 1, pp. 88-98.

⁴ Arnott, R.D. og P.L. Bernstein, 2002, What Risk Premium is "Normal"?, Financial Analysts Journal, Volume 58, Number 2, pp. 64-85.

⁵ Duke / CFO Magazine Global Business Outlook Survey, 2009, Fourth Quarter.

8.3. Finanskrisen, som medførte store svingninger i aksjeavkastningen i 2008 og 2009, har imidlertid presset opp den historiske volatiliteten til 15,6 pst. ved utgangen av 2009. I lys av dette justerer departementet opp anslaget for framtidig aksjevolatilitet, til 16 pst.

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

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

Forventede korrelasjoner på lang sikt

Korrelasjonen mellom den årlige realavkastningen på aksjer og statsobligasjoner er anslått til 0,4, jf. tabell 8.2. Dette er et mål på samvariasjon, der en korrelasjon på 1 betyr at de årlige realavkastningene varierer i takt. Anslaget er nær den historiske korrelasjonen for perioden 1900 –

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

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

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

De reviderte anslagene er oppsummert i tabell 8.4.

Forventet realavkastning på mellomlang sikt

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

Tabell 8.4 Reviderte punktanslag for forventet langsiktig årlig realavkastning og risiko (volatilitet) for globale obligasjoner, eiendom og aksjer (geometrisk).¹ Prosent

	Obligasjoner	Eiendom	Aksjer
Forventet avkastning	2,7	3,5	5,0
Forventet volatilitet	6,0	12,0	16,0

¹ Globale obligasjoner inkluderer kredittobligasjoner med en andel omtrent som i obligasjonsporteføljen til SPU. Forventet realavkastning på statsobligasjoner er 2,5 pst., mens forventet realavkastning på kredittobligasjoner er om lag 0,5 prosentpoeng høyere.

Kilde: Finansdepartementet

derfor markedsforsventningene for en mellomlang investeringshorisont (neste 10 – 20 år).

Realavkastningen på *obligasjonsporteføljen* vil avhenge av nominell rente i dag, framtidig rentebane og inflasjon. Dagens renter på amerikanske, europeiske og japanske statsobligasjoner er lave, noe som til dels skyldes finanskrisen. Realrenten på en statsobligasjonsportefølje med 3 – 5 års durasjon (som i SPU) er betydelig lavere enn 2,5 pst., som er departementets langsiktige anslag. Hvis en antar at realrentenivået holder seg like lavt de neste 10 – 15 år, vil forventet realavkastning på statsobligasjoner være vesentlig lavere på mellomlang sikt enn det langsiktige estimatet på 2,5 pst. Det virker imidlertid mer sannsynlig at rentenivået gradvis vil bevege seg tilbake til et høyere nivå. Et slikt forløp vil trekke opp den forventede realavkastningen på mellomlang sikt, da obligasjoner etter hvert reinvesteres til høyere realrente. Hvor mye forventningsverdien øker, avhenger av hvilke antakelser en gjør for rentebanen.

På mellomlang sikt kan også forventet realavkastning på *aksjeforteføljen* avvike fra den langsiktige forventningen på 5 pst. Både obligasjonsavkastningen og aksjepremien varierer over tid. Mange mener også at aksjemarkedet til tider er feilpriset, noe som kan påvirke framtidig avkastning. Det er likevel stor uenighet blant forskere om avkastningen i aksjemarkedene kan predikeres. Analyser av predikerbarhet er gjerne basert på en antakelse om en sammenheng mellom visse verdsettingsindikatorer og framtidig aksjeavkastning. Eksempler på slike indikatorer er det syklisk justerte pris-inntjeningsforholdet («cyclically adjusted price earnings ratio», CAPE), foreslått av Robert Shiller, og Tobins Q. Den første måler nivået på aksjemarkedet relativt til gjennomsnittlig inntjening per aksje over siste tiårsperiode (inflasjonsjustert). Den andre måler nivået på aksjemarkedet i forhold til gjenanskaffelsesverdien. Historisk har høy indikatorverdi i forhold til det historiske gjennomsnitt vist seg å

være et svakt signal om lav avkastning på mellomlang sikt, og vice versa. Smithers viser at signalet fra Tobins Q har vært noe sterkere enn signalet fra CAPE⁶. Denne sammenhengen kan forstås teoretisk ved hjelp av modeller for prisingen av framtidige utbyttestrømmer. I slike modeller kan en høy CAPE-verdi bety lav forventet aksjeavkastning og/eller høy forventet vekst i utbytte, og vice versa. Alternativt kan sammenhengen indikere feilprising av aksjemarkedet (i forhold til likevektsinntjeningen).

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

Verdier for Tobins Q kan finnes i rapportene «Flow of Funds Accounts of the United States» som den amerikanske sentralbanken utgir kvartalsvis. Siste oppdatering, for tredje kvartal 2009, gir en verdi for Tobins Q på 0,91. Gjennom fjerde kvartal steg det amerikanske aksjemarkedet vel 5 pst. Gitt denne oppgangen er det rimelig å anta at Tobins Q var svært nær 1 ved utgangen av 2009. Det historiske gjennomsnittet har imidlertid ligget godt under 1. Dette kan reflektere en tendens til å overestimere gjenanskaffelsesverdien i de offisielle data. Ifølge Smithers er det historiske gjennomsnittet 0,63. Dersom en legger dette snittet til grunn, signaliserer også Tobins Q overprising av det amerikanske aksjemarkedet.

Det er imidlertid knyttet stor usikkerhet til nytten av slike analyser, da utsagnskraften til de ulike verdsettingsindikatorerne er omdiskutert. Usikkerheten forsterkes av at dagens signaler for det amerikanske aksjemarkedet bare indikerer en moderat overprising. Tilsvarende analyser for an-

⁶ Smithers, A., 2009, Wall Street Revalued: Imperfect Markets and Inept Central Bankers, Wiley.

dre aksjemarkeder ville være enda mer usikre, på grunn av begrenset tilgang på historiske data. Det foreligger derfor ikke sterke indikasjoner på at

forventet aksjeavkastning på mellomlang sikt er vesentlig forskjellig fra departementets langsiktige anslag.

9 Forventningsdokumenter som redskap i eierskapsutøvelsen

9.1 Innledning

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

Innenfor eierskapsutøvelsen har Norges Bank valgt ut seks strategiske satsingsområder:

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

I valg av satsingsområder har Norges Bank blant annet lagt vekt på at områdene skal være relevante for investorer generelt og SPUs portefølje spesielt; de skal være egnet for dialog med selskaper og/eller regulerende myndigheter, og gi mulighet for reelt gjennomslag. De skal kunne forsvares finansielt, siden Norges Bank handler i egenskap av investor.

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

9.2 Nærmere om forventningsdokumentene

Norges Bank har innenfor satsingsområdene barns rettigheter, klimaendring og vannforvaltning formulert sine forventninger til selskapene i egne forventningsdokumenter. I disse dokumentene beskriver banken hvordan selskapene bør håndtere risiko knyttet til disse faktorene. Norges Banks målsetting er å sikre at selskapenes forretningsdrift skaper langvarig positive økonomiske resultater med akseptable samfunnsmessige og miljømessige virkninger.

Dokumentene brukes både som utgangspunkt for kartlegging og analyse av ulike sektorer, og som grunnlag for tilbakemelding og dialog med enkelt-selskaper. Oppfølging av forventningsdokumentene er nærmere omtalt nedenfor.

Allmennheten får anledning til å gi innspill til utformingen av forventningsdokumenter gjennom en konsultasjonsprosedyre som ble besluttet ved evalueringen av de etiske retningslinjene i 2009.

Det første forventningsdokumentet Norges Bank publiserte var på området *barns rettigheter*. Forventningene omhandler blant annet at de verste former for barnearbeid skal forhindres, overholdelse av standardkrav for arbeidernes minimumsalder, overvåkingssystemer, tiltak for å sikre barns helse og oppvekstvilkår, samt selskapets styringssystem og rapportering med hensyn til disse spørsmålene. Dokumentet stiller krav til at selskapene skal ha klare retningslinjer når det gjelder barnearbeid, utføre risikoanalyser, ha planer og programmer for å forhindre barnearbeid og for korrigerende tiltak samt systemer for leverandørkjeden. Videre forventes selskapene å ha overvåkingssystemer og rapportere om sine resultater. De skal integrere mulige økonomiske virkninger av samfunnsmessige forhold i virksomhetens strategiske planlegging og ha en transparent og velfungerende styringsstruktur.

I august 2009 publiserte Norges Bank et forventningsdokument om selskapenes håndtering av risikofaktorer knyttet til *klimaendringer*. Klimaendringer forventes å kunne få store økonomiske

konsekvenser, både som følge av fysiske utslag av endringene og som følge av regulatoriske tiltak som kan føre til en annen prising av karbon enn det som er tilfellet i dag. Som en langsiktig investor med en bredt sammensatt portefølje vil SPU være utsatt for risiko som følge av en slik utvikling. Selskapene forventes blant annet å ha strategier for håndtering av både fysiske og økonomiske klimaeffekter, ha oversikt over sine utslipp og sette mål for reduksjon, utnytte muligheter innenfor nye mer klimavennlige produkter/tjenester og å utvikle en strategi for å håndtere risiko hos underleverandører som følge av klimaendringer. Forventningene omfatter også at selskapene skal være konstruktive i myndighetskontakt som gjelder regulering knyttet til klimaendringer (lobbying) og at de skal være åpne om sine strategier, målsettinger og om framgang, både når det gjelder egen virksomhet og i leverandørkjeden.

I februar 2010 offentliggjorde Norges Bank et forventningsdokument knyttet til selskapers *vannforvaltning*. Vann er en knapp resurs, noe som kan få store konsekvenser både for miljømessige, samfunnsmessige og økonomiske forhold. Vannknapphet og dårlig vannforvaltning er risikofaktorer som vil kunne få økende betydning for selskapenes langsiktige økonomiske resultater. For investorer som SPU, som er bredt investert i sektorer med stor risiko knyttet til vann, kan selskapers håndtering av denne risikoen få stor betydning.

Fondet er bredt investert i sektorer med høy risiko knyttet til vann. Norges Bank har identifisert syv sektorer som er spesielt utsatt: næringsmiddelindustri, jordbruk, cellulose og papir, legemidler, gruvedrift, industri og kraftproduksjon, samt vannforsyning.

Forventningene i dokumentet knytter seg til tre hovedområder: selskapene skal ha en klar strategi for vannforvaltning, vannforvaltningen skal være bærekraftig og styringsstrukturen må være egnet til å gjennomføre realistiske strategier og forholdsregler. Dokumentet stiller krav til en klar strategi for vannforvaltning, «vannfotavtrykk» og risikoanalyse, forebyggende og korrigerende planer når det gjelder risiko som er avdekket, systemer for leverandørkjeden, systemer for å overvåke miljømessige og samfunnsmessige virkninger knyttet til vann av selskapets aktiviteter. Selskapet forventes å gjennomføre konsultasjoner eller samarbeide med andre grupper av interessenter, ha klare retningslinjer for vannforvaltning, god rapportering og en transparent og velfungerende styringsstruktur.

9.3 Oppfølging av forventningsdokumentene

Forventningsdokumentene gir grunnlag for en omfattende prosess for oppfølging. Med utgangspunkt i hvert dokument kartlegges problemer og risikofaktorer innenfor utsatte sektorer.

Norges Bank bruker forventningene som et utgangspunkt for en systematisk analyse av selskapenes håndtering av klimaendringer og barns rettigheter, og fra 2010 for vannforvaltning. Analysen av selskapene er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Resultatene publiseres i en årlig rapport.

Resultatene brukes også som grunnlag for å gi selskapene individuelle tilbakemeldinger, i tillegg til at Norges Bank velger ut noen selskaper for nærmere dialog med mål om å bidra til positive endringer i selskapene.

Forventningsdokumentet om barns rettigheter har eksistert lengst, og på dette området har Norges Bank gjennomført oppfølging som beskrevet ovenfor siden 2008. I den første offentlige rapporten ble 430 selskaper i industriene kakao, frø, tekstil, gruve og stål analysert opp mot forventningsdokumentet om barns rettigheter. Basert på funnene kontaktet Norges Bank 135 av disse selskapene og foreslo konkrete forbedringer. Da banken foretok en ny vurdering av de samme selskapene i 2009, hadde 33 prosent av selskapene forbedret seg når det gjaldt barnarbeid og ivaretagelse av barns rettigheter i virksomheten og rapportering på området. Norges Bank fortsetter oppfølgingsarbeidet i 2010.

Kakao- og tekstilindustrien stod for de største forbedringene når det gjaldt antallet selskaper som hadde offentlig tilgjengelige retningslinjer om barnarbeid, samt andre tiltak som å ha planer og programmer for å forhindre barnarbeid og korrigerende tiltak. Innenfor gruve- og stålindustrien var det også bedring, blant annet når det gjaldt å offentliggjøre retningslinjer for barnarbeid. Det var videre økt åpenhet når det gjelder forholdet til andre interessenter. Generelt økte nivået av åpenhet om barnarbeid og barns rettigheter i alle sektorer.

Norges Bank hadde dialog om vannforvaltning med 14 selskaper innen industriene for bil, bygg og anlegg, gruve, olje, gass og detaljhandel, samt mediebransjen. Norges Bank hadde dialog om håndtering av klimaendringer med 29 selskaper innen sektorene for energi og sement.

Norges Bank vil i løpet av 2010 publisere sin andre årlige rapport om barns rettigheter og en

første rapport basert på forventningsdokumentet knyttet til klimaendringer. Den første rapporten

basert på det nye forventningsdokumentet om vannforvaltning vil bli publisert i 2011.

10 Internasjonal utvikling på området ansvarlige investeringer

10.1 Innledning

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

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

Det er grunn til å tro at finanskrisen har brakt slike spørsmål høyere på dagsorden. Når finansmarkedene ikke fungerer tilfredsstillende, medfører dette kostnader og skaper usikkerhet rundt prising av verdipapirer. Spørsmål om god selskapsstyring, herunder grunnleggende forhold som likebehandling av aksjonærer og åpenhet om avlønningssystemer og insentivstrukturer som bidrar til større sammenfall med eierne sine langsiktige interesser, anses nå viktigere enn noen gang. Institusjonelle investorer ble gjenstand for kritikk i etterkant av finanskrisen. «The Walker Review»¹ framhever svikt i eierskapsutøvelsen i britiske banker og andre finansinstitusjoner, og at eierne hadde unnlatt å følge opp sine langsiktige, finansielle interesser. Rapporten peker bl.a. på det gjen-

sidige pliktforholdet mellom større institusjonelle aksjonærer og styrene i selskapene disse investerer i:

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

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

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

¹ A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities [The Walker Review], Final recommendations 26 November 2009.

portering om potensielle effekter klimautviklingen kan ha på et selskaps verdiutvikling.

10.2 Hva viser nyere studier om utviklingen på området?

Mange investorer har over tid sett hen til ESG-faktorer (environmental, social and governance issues) i sin kapitalforvaltning. En del av disse opererer etter en målsetting om finansiell avkastning, samtidig som de har klare etiske, sosiale og miljømessige krav fra eierne av kapitalen. Det er også et økende antall investorer som vurderer ESG-faktorer som direkte relevante for finansiell avkastning i mer snever forstand. Dette omtales ofte som å inkorporere eller integrere ESG-faktorer i investeringsvirksomheten. Den stadig økende oppslutningen om FNs Principles for Responsible Investment (PRI) – hvor ivaretagelse av ESG-hensyn står sentralt – er en indikasjon på en slik trend.

I en rapport fra konsulent- og forskningsorganisasjonen «Business for Social Responsibility» (BSR)² har man sett nærmere på denne trenden. Ideen med å inkorporere ESG-hensyn i investeringsstrategi og i investeringsbeslutninger tilsier at man ser denne typen hensyn som en del av kapitalforvaltningen. Dette betyr i sin tur at det er svært vanskelig å måle resultater som følger direkte av vektlegging av denne typen hensyn. En del investorer oppgir imidlertid kvalitative årsaker til at de vektlegger ESG-hensyn i sin forvaltning. Man anser at selskaper med oversikt over denne typen faktorer er godt drevne og styrte selskaper. Videre anser man at oppmerksomhet om ESG-faktorer indikerer høy bevissthet om det ytre miljøet og evne til å identifisere nye risikofaktorer, generelt økt evne til å håndtere risiko, samt evne til å snu risiko om til mulighet.

BSR-rapporten viser at samtidig som interessen for ESG-integrering øker, er det kun et fåtall av investorene som faktisk integrerer hensyn til god selskapsstyring, miljø og sosiale forhold i alle deler av forvaltningen. De fleste investorer anvender spesialiserte produkter og tjenester, eksempelvis ved å investere i særlige fond eller indekser som anvender ESG-data som et tillegg til tradisjonell finansanalyse.

I BSR-rapporten pekes det på flere endringer som er nødvendige for å få en større grad av integrering av ESG-hensyn. Selskaper må kommuni-

sere aktivt og regelmessig omkring faktorer som kan ha særlig betydning for selskapets langsiktige verdiskaping, herunder om ESG-temaer. Investorer må på sin side etterspørre ESG-data og utvikle analyser og metoder for i større grad å kunne ta hensyn til denne typen faktorer. Fokus på avkastning på kort sikt anses å hindre verdsetting av ESG-faktorer, som normalt vil ha effekter på verdiutviklingen på lengre sikt. Selv institusjonelle investorer, som utgjør en viktig gruppe blant de investorer som etterspør informasjon om ESG-faktorer, vil gjennomgående måle og belønne sine forvaltere basert på korte tidshorisoner. Dette kan være et hinder for reell integrering av ESG-hensyn.

Det er fortsatt utfordrende å skaffe til veie informasjon om ESG-faktorer fra selskaper. Likevel ser man en positiv utvikling gjennom initiativer som bidrar til mer enhetlig rapportering på disse temaene. Eksempler på dette er Global Reporting Initiative (GRI) og Carbon Disclosure Project (CDP)³. Flere av funnene fra BSR støttes også av konsultantselskapet Mercer i en rapport fra november 2009⁴. Rapporten sammenligner 16 akademiske studier gjort etter 2007 som ser på sammenhengen mellom ESG-faktorer og selskaps- og porteføljeutvikling. 10 av de 16 studiene i Mercers rapport viser en positiv sammenheng mellom ESG-faktorer og finansiell avkastning, to studier viser en negativ eller nøytral sammenheng og fire studier viser en nøytral sammenheng.

Ansvarlig investeringspraksis er et bredt tema som dekker et nokså variert sett med virkemidler: stemmegivning, dialog med selskaper, investor-samarbeid, negativ og positiv seleksjon, samt å vektlegge ESG-faktorer i verdsettingen av selskaper. Bredden i virkemidler viser at det vil være for enkelt å hevde at det å inkorporere til ESG-faktorer i investeringsvirksomheten automatisk vil begrense investeringsuniverset, og at det av den grunn all-

³ Global Reporting Initiative (GRI) er en institusjon styrt av flere interessenter (selskaper, næringslivsorganisasjoner, frivillige organisasjoner, myndigheter mv.) som samarbeider for å utarbeide globale retningslinjer og standarder for bærekraftsrapportering. Retningslinjene inneholder prinsipper og indikatorer som organisasjoner kan bruke til å måle og rapportere sine økonomiske, miljørelaterte og samfunnsmessige resultater.

Carbon Disclosure Project (CDP) er en uavhengig ikke-kommersiell organisasjon som opprettholder verdens største database av bedrifters håndtering av klimagassutslipp, herunder måling og rapportering. CDP utarbeider en årlig spørreundersøkelse knyttet til klimaendringer og klimagassutslipp til verdens største børsnoterte selskaper. Informasjonen fra selskapene benyttes av investorer til å vurdere selskapers håndtering av risiko og muligheter knyttet til klimaforandringer.

⁴ «Shedding light on responsible investment: Approaches, returns and impacts», November 2009, Mercer

² «ESG in the Mainstream: The Role for Companies and Investors in Environmental, Social and Governance Integration», September 2009, BSR

tid vil lede til dårligere avkastning. Det man snare kan anta, slik Mercer gjør i en rapport til Finansdepartementet av desember 2009⁵, er at forventningene til en klar eierstrategi i disse spørsmålene bare vil øke. Dette vil gjelde uavhengig av om fondsmidlene forvaltes aktivt eller passivt.

«This is a dynamic area with increasing pressure on investors to play a more active role in capital markets. Such an environment is likely to continue to influence investor behaviour and practice for both funds and fund managers alike. If pressures from fund members and beneficiaries, regulators and industry norms continue to be put on funds to take on the role of active owners, we believe that – eventually – it will become harder for investors to justify the absence of a thoughtful and well-defined active ownership strategy, backed up by the resources to ensure its effective implementation, and with the transparency to communicate its results».

Slik Mercer påpeker i sin rapport fra november 2009, er det ikke opplagt at det å ta ESG-faktorer i betraktning som kapitalforvalter vil ha en bestemt eller ensartet effekt på utviklingen av porteføljen. Ulike elementer som forvalterkompetanse, investeringsstrategi (aktiv eller passiv forvaltning) og tidshorisont vil påvirke sammenhengen mellom ESG-faktorer og finansiell avkastning. Dette betyr, ifølge Mercer, at man bør søke å vurdere denne sammenhengen på mer oppdelte nivåer, hvor man skiller mellom sektorer og aktivklasser. Et flertall av studiene Mercer sammenliknet viste at god selskapsstyring har en positiv påvirkning på finansiell avkastning, og at eierskapsutøvelse kan øke eiernes verdier.

Sammenliknbare og robuste standarder for rapportering anses å være helt nødvendig for at ESG-integrering skal bli utbredt i alminnelig kapitalforvaltning. Større grad av åpenhet og informasjon omkring ESG-data vil også bidra til at effekten disse faktorene kan ha på avkastningen blir mer synlige og etterprøvbare.

UN Environment Programme – Finance Initiative (UNEP FI) har kommet med to rapporter som ser særlig på forholdet mellom ansvarlig investeringspraksis, herunder integrering av ESG-hensyn, og det som i angloamerikansk rettstradisjon omtales som «fiduciary duty»⁶. Den siste rap-

porten ble utgitt i juli 2009 («Fiduciary II»). Problemstillingen man har sett nærmere på i disse rapportene er hvorvidt det kan sies å være noen konflikt mellom ivaretagelse av ESG-hensyn og god kapitalforvaltning, ev. om kapitalforvaltere kan, bør eller må ta inn over seg ESG-hensyn for å ivareta eiernes interesser på en tilfredsstillende måte. I den første rapporten svarer man følgende:

«...integrating ESG considerations into an investment analysis so as to more reliably predict financial performance is clearly permissible and is arguably required in all jurisdictions.»

I Fiduciary II rapporten tar man utgangspunkt i premissen fra første rapport. Fiduciary II gir råd om hvordan forpliktelsen om å ta ESG-hensyn bør implementeres. Her hevdes det bl.a. at:

«It is an obligation on pension fund trustees not simply a right or option to state in their Statement of Investment Principles what the fund's guidelines are on responsible investment and to what extent social, environmental or ethical considerations are taken into account».

Og videre:

«...it is necessary for investment management agreements or the equivalent contract between pension funds and asset managers to use ESG language in order to clarify the expectations of the parties to the contract. In particular, it is important that it is made absolutely clear to beneficiaries, pension fund trustees and asset managers that ESG is regarded as a mainstream investment consideration».

10.3 Finansdepartementets syn på og bidrag til å bedre praksis på området

Finansdepartementet ser det som viktig å støtte initiativer som kan bidra til å bygge en klarere felles forståelse av hva som er beste praksis for ansvarlig investeringsvirksomhet. Samtidig er det et poeng å gi rom for en viss fleksibilitet avhengig av eksempelvis eierforhold, størrelse og struktur. FNs PRI (Principles for Responsible Investment) er et viktig initiativ som etter departementets syn kombinerer behovet for en felles plattform og forståelse av disse temaene og behovet for at den enkelte investor må ha en viss fleksibilitet i utførelsen. Som forvalter av SPU deltok Norges Bank sammen med andre ledende investorer i forarbeidet og utformingen av FNs PRI. Finansdeparte-

⁵ «Norwegian Ministry of Finance: Active management and active ownership», December 2009, Mercer

⁶ I jurisdiksjoner som bygger på et common law-system, typisk i angloamerikansk rettstradisjon, brukes begrepet «fiduciary duties» om bl.a. forvalterens forpliktelser overfor eierne.

mentet, Norges Bank og Folketrygdfondet har undertegnet prinsippene på vegne av SPU og SPN. PRI er nærmere omtalt i kapittel 3.3 i denne meldingen.

God informasjonstilgang om faktiske forhold og selskapers strategier når det gjelder selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold er nødvendig for å kunne ta hensyn til slike faktorer i investeringsbeslutninger og i eierskapsutøvelsen. Åpenhet kan bidra til å motvirke skadelig praksis, for eksempel korrupsjon. Som forvalter av SPU støtter Norges Bank initiativer som nettopp bidrar til større grad av åpenhet og rapportering om faktorer man antar kan påvirke den langsiktige avkastningen. Dette gjelder initiativer som Extractive Industries Transparency Initiative (EITI), Carbon Disclosure Project (CDP) og Forest Footprint Disclosure Project. Norges Bank har en ledende rolle i utviklingen av CDP Water Disclosure, som ble lansert i november 2009.

Like mye som investoren forventer at selskaper skal være åpne om sine strategier og sin verdiskaping overfor investoren, må også investoren være åpen om sine strategier og sin forvaltning – både overfor sine eiere, men også overfor selskapene og samfunnet for øvrig. Finansdepartementet avgir årlig en melding til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond, som inkluderer en rapportering om departementets ansvarlige investeringspraksis. I mars 2010 utga departementet et eget strategidokument som viser bredden i arbeidet med ansvarlige investeringer, hvilke virkemidler som benyttes i arbeidet og hva som er målene framover. Departementet har en ambisjon om å fortsette å utvikle arbeidet med ansvarlige investeringer for å kunne vektlegge god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i flere deler av investeringsarbeidet. Dette er i tråd med våre forpliktelser som medlem av FNs PRI. Norges Bank publiserer kvartalsvise så vel som årlige rapporter om forvaltningen av fondet, herunder eierskapsutøvelsen. Det er også åpenhet om investeringene i fondet og om all stemmegivning på generalforsamlinger. Tilrådinger fra Etikkrådet om å utelukke selskaper fra SPU offentliggjøres. En liste over selskaper som er utelukket eller er til observasjon er tilgjengelig på Finansdepartementets nettside.

Finansdepartementet anser at man i forvaltningen av SPU, tatt i betraktning fondets størrelse og langsiktighet, har en klar interesse i og ansvar for å bidra til at markeder er effektive og velfungerende. Dette er et særskilt fokusområde i Norges Banks eierskapsstrategi. Norges Bank tok i 2009

initiativ til å styrke finansieringen av det europeiske boliglånsmarkedet, som ble hardt rammet av finanskrisen. Sammen med andre store investorer opprettet Norges Bank gruppen Covered Bond Investor Council (CBIC) for å bedre likviditeten og informasjonen i markedet for obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) etter at finanskrisen svekket tilliten til slike papirer. Et velfungerende OMF-marked er avgjørende for bankenes langsiktige finansieringsevne, i tillegg til finansieringen av boliglån og offentlig sektor i Europa⁷.

Finansdepartementet ser det som særlig viktig i et langsiktig perspektiv å støtte opp om bygging av normer som kan bidra til å klargjøre og å løfte selskapsstandarder i spørsmål som berører vårt verdigrunnlag og vår langsiktige finansielle avkastning. Dette henger også sammen med vår rolle som universell eier, med behov for å bedre kvaliteten på investeringsuniverset og bidra til en bærekraftig utvikling. Det vil være i vår interesse som langsiktig og bred eier at flest mulig selskaper styres godt og ivaretar miljømessige og sosiale hensyn på en forsvarlig, bærekraftig måte. Den mest hensiktsmessige måten å sikre en slik utvikling på vil i mange tilfeller være myndighetsregulering. I lys av dette prioriterer departementet å bidra til initiativer som setter normer og regler for god selskapspraksis på ulike områder.

Finansdepartementet og Etikkrådet bidrar til et arbeid som koordineres av FNs Global Compact, hvor målet er å utarbeide et sett retningslinjer som gir veiledning for ansvarlig selskaps- og investeringspraksis i konfliktområder. Slike retningslinjer vil kunne gi investorer og selskaper større grad av innsikt i hverandres erfaringer og perspektiver, bidra til bedre og mer effektiv bruk av egnede verktøy når selskaper opererer i slike områder, samt øke bevisstheten og klarheten omkring hva som er akseptabel, ansvarlig atferd. I utformingen av retningslinjene vil man legge vekt på at det er viktig for et selskaps lønnsomhet, og implisitt en investors langsiktige avkastning, hvordan selskapet håndterer den type risiko som operasjoner i krig og konfliktområder ofte vil bære i seg. Departementet anser det som positivt at utarbeidelsen av retningslinjene skjer i samråd med internasjonale representanter for både selskaper, investorer og organisasjoner. Dette øker muligheten for at retningslinjene får tyngde og blir fulgt. Retningslinjene skal etter planen lanseres sommeren 2010.

⁷ Norges Banks årsrapport om Statens pensjonsfond utland for 2009.

11 Fondet som universell eier

11.1 Introduksjon om universelt eierskap

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

For en UE er det den generelle, økonomiske utviklingen som på lang sikt bestemmer verdiutviklingen på eiendelene, i større grad enn forhold knyttet til enkeltelskaper eller sektorer. Dette er i motsetning til mindre diversifiserte eiere, som kanskje har store eierposter i noen få selskaper, eller har spesialisert seg innenfor en sektor. Gjessing og Syse (2007)¹ ser spesifikt på SPU og UE-hypotesen og skriver at «[...] fondets langsiktige finansielle interesse ligger i de globale markeders evne til å produsere økonomisk vekst, og i fungerende verdipapirmarkeder». En universell eier har derfor en egeninteresse av å arbeide for vel fungerende, legitime markeder og reduserte negative effekter på miljø og samfunn.

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

11.2 Hva er eksternaliteter og hvordan kan de påvirke en universell eier?

Eksternalitetsbegrepet er et godt utgangspunkt for bedre å forstå hvorfor og hvordan en bred og

universell eier skal fokusere på langsiktig bærekraftighet i økonomien. I faglitteraturen defineres eksternaliteter som ikke-prisede samfunnsøkonomiske kostnader eller gevinster ved produksjon eller konsum. At en kostnad ikke er priset betyr at den kostnaden produksjonen påfører samfunnet er høyere enn den kostnaden produsenten selv betaler. Eksternalitetene leder dermed til en markedsfeil, og et annet forbruk av en ressurs enn dersom den fulle samfunnsøkonomiske kostnaden var priset.

Et eksempel på en negativ eksternalitet er barnearbeid. Produsenten betaler bare hva det koster å ha barna ansatt, ikke hva det koster samfunnet at barna får dårligere helsetilstand eller mindre tid til utdanning. Eksternaliteter fører til effektivitetstap og lavere samfunnsøkonomisk vekst enn dersom de ikke eksisterte. For en UE er effektene av eksternalitetene imidlertid ofte *internalisert* både på kort og lang sikt. Lavere produksjonskostnader i et selskap som benytter barnearbeid, kan redusere lønnsomheten i andre selskaper som ikke benytter denne typen arbeidskraft. Lavere utdanningsnivå i dag kan føre til lavere verdiskaping i framtiden.

En UE kan ha fordel av reduserte velferdstap knyttet til eksternaliteter på flere måter³. En effekt av mer effektiv bruk av ressurser er økt produktivitet. Dette gir økt verdiskaping som en UE kan ta del i. Lavere risiko for framtidig usikkerhet i økonomien som følge av eksternaliteter (for eksempel store klimaendringer) vil kunne redusere risikoen tilknyttet forskjellige investeringer. Dette gir lavere kapitalkostnader og flere produktive investeringer.

¹ Gjessing, P.K og Syse, H. Norwegian Petroleum Wealth and Universal Ownership *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 3, ss. 427-437, Mai 2007. Tilgjengelig på SSRN: <http://ssrn.com/abstract=984337> or doi:10.1111/j.1467-8683.2007.00576.x

² Med ESG-faktorer menes miljø-, samfunns- eller selskapsstyringsfaktorer. Integrering av ESG-faktorer betyr at man inkluderer disse i investeringsbeslutningene, på lik linje med mer tradisjonelle finansielle faktorer.

³ Se for eksempel Thamotheram, R. and Wildsmith, H. Increasing Long-Term Market Returns: realising the potential of collective pension fund action, *Corporate Governance: An International Review* Vol. 15, No. 3, ss. 427-437, Mai 2007. Tilgjengelig på <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/117967311/PDFSTART>

Boks 11.1 Hvordan løses eksterne problemer?

I økonomisk teori finnes det både private og offentlige måter å løse et eksterne problem på. Ifølge Coase¹ kan eksterne problemer *internaliseres* og problemene løses dersom myndighetene kan tildele eiendomsrettigheter og disse kan omsettes uten transaksjonskostnader. I virkeligheten skal det imidlertid mye til for at disse to betingelsene er oppfylt. For eksempel vil det i de fleste tilfeller være et visst innslag av transaksjonskostnader. Det kan også være vanskeligheter knyttet til tildelingen av eiendomsrettigheter.

En annen privat løsning av eksterne problemer er gjennom sammenslåing av bedrifter – for eksempel en fiskeribedrift og en fabrikk, der fabrikkens utslipp negativt påvirker fangsten av fisk. Mulighetene for en slik privatisering av hele den eksterne kostnaden er relativt begrensede i en global økonomi, men denne formen for internalisering minner om realiteten en bredt investert investor forholder seg til.

En annen mulig privat løsning på eksterne problemer er gjennom rettssystemet – en bedrift kan saksøke en annen bedrift og kreve kompensasjon for en gitt negativ eksterne, dersom vilkårene for dette er oppfylt.

Myndighetsbaserte løsninger på eksterne problemer inkluderer bl.a. skatter, avgifter og kvoter. En avgift på en produksjon som settes slik at kostnaden ved produksjonen blir lik den samfunnsøkonomiske kostnaden kalles en Pigou-skatt. Kvoter tar utgangspunkt i det samfunnsøkonomiske likevektspunktet og fordeles ut til produsentene. Omsettelige kvoter innfører en markeds mekanisme og fører til at for eksempel en utslippsreduksjon skjer kostnadseffektivt. Dersom en ønsker å øke forbruket av en ressurs eller et produkt, kan det innføres subsidier.

I praksis vil de fleste løsningene for å redusere eksterne innebære en form for myndighetsdeltakelse.

¹ Coase, Ronald (1960). The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics* 3 ss 1-44.

11.3 Tidsaspektet og andre momenter for en universell eier

Utfordringene knyttet til eksterne kan også ha en tidsdimensjon. Fullstendig effisiente markeder vil umiddelbart prise inn både de negative og de positive effektene av en eksterne på porteføljen. Det er markedenes evne til korrekt å forutsi den framtidige inntektstrømmen som er avgjørende for deres evne til å prise eksterne riktig. Feilprising kan oppstå som følge av at markedene ikke klarer å prise sannsynligheten for forskjellige hendelser (spesielt de ekstreme) fram i tid. Overraskende negative hendelser, og spesielt gjentakende overraskende negative hendelser som klimaendringer, vil kunne gi økt usikkerhet og redusere verdien på en finansinvestering. Finansdepartementet deltar i et prosjekt som ser på hvordan klimaendringene kan påvirke forskjellige aktivaklasser, jf. omtale i boks 2.1.

UE-hypotesens implisitte langsiktige perspektiv tilsier at det er begrenset hvor bredt en kan regne med at hypotesen faktisk vil gjelde blant aktørene i finansmarkedet. Det er blitt hevdet at mange selskaper er kortsiktige fordi det er sterke krefter og dynamikk (for eksempel bonusprogrammer og annen insentivering) som premierer kortsiktige målsetninger på bekostning av langsiktig god avkastning slik markedene er organisert i dag⁴. Siden eiere ofte vil være tjent med langsiktighet, er dette et eksempel på prinsipal-agentproblematikk i økonomisk teori. En UE bør tilstrebe at selskaper premieres ut fra det som skaper høyest mulig langsiktig lønnsomhet.

11.4 Fondets strategi som universell eier

Forvaltningen av SPU skjer gjennom plasseringer i obligasjons- og aksjemarkedene, innenfor rammene som er gitt for risikotakning og de etiske retningslinjene. Avkastningen til fondet er sterkt påvirket av utviklingen i de globale aksjemarkedene. Momentene ovenfor gir en god begrunnelse for at fondet skal bedrive eierskapsutøvelse. Mulighetene for feilprising og avvikende tidshorisont gjør at en UE kan ha andre interesser å ivareta enn øvrige investorer.

⁴ Se for eksempel Drew, M.E The Puzzle of Financial Reporting and Corporate Short-Termism: A Universal Ownership Perspective *Australian Accounting Review* No.51 Vol.19 Issue 4 2009

Gjessing og Syse (2007) skriver at en UE har en egeninteresse i å forsøke å «løfte» kvaliteten på hele markedet og redusere de framtidige velferdstapene. Siden løfting av hele markedet ofte vil være umulig i praksis, kan en UE også måtte ta særskilte beslutninger omkring investeringsstrategi for å «tilpasse seg» markedets mangelfulle prising av de eksterne effektene eller avvikende tidshorisonter.

Det er viktig å oppnå en effektiv deling av arbeidsbyrden mellom selskaper, myndigheter og eiere i tilnærmingen til disse utfordringene. Mens lokale problemer⁵ kanskje best kan løses gjennom aktivt eierskap og samarbeid med andre store eiere, er de globale problemene vanskeligere å redusere.

En viktig forutsetning for å påvirke selskaper til å endre oppførelsen er at en slik endring også er i selskapenes interesse, hvis ikke vil resultatene fort bli tilfeldige. Der hvor det er vanskelig å finne en løsning isolert på selskapsnivå, kan en bredere bransjetilnærming være relevant. Et eksempel på vellykket eierskapsarbeid i denne sammenheng er SPU's initiativ i India som bidro til en ny industristandard for bekjempelse av barnearbeid.

Den mest hensiktsmessige formen for bærekraftige, langsiktige og forutsigbare løsninger på globale problemer vil ofte være myndighetsstyrte. I så fall vil SPU først og fremst ha interesse av å påvirke globale myndigheter i retning av integrering av de eksterne effektene i økonomien, enten direkte, eller i samarbeid med porteføljeselskaper og andre investorer. Arbeidet med klimaendringer eller regulering av finansmarkedene slik at risikotakning blir mer i tråd med langsiktige interesser er gode eksempler på problemstillinger der globale løsninger er mest hensiktsmessige.

Også når det gjelder behovet for «å tilpasse» forvaltningsstrategien og aktivafordelingen er det de store, globale eksterne effektene som kan forventes å ha målbar effekt. Tilpassing kan for eksempel skje gjennom utvidet bruk av utvelgelseskriterier, for eksempel innenfor karbonutslipp dersom en har gode data. Integrering av ESG-faktorer i forvaltningen, som SPU har forpliktet seg til ved signeringen av FNs prinsipper for ansvarlig investering, er en relevant innfallsvinkel her. Det finnes også forvaltningsstrategier som aktivt analyserer ESG-faktorer for å oppnå meravkastning⁶. Disse aktive forvalterne snur problemet knyttet til feil-

aktig prising og benytter seg av markedets manglende evne til å prise eksterne effekter for å oppnå meravkastning.

Å gi ytterligere praktisk innhold til UE-hypotesen er et tema som opptar mange fond SPU kan sammenliknes med. Scenariotenkning og fokus på de store globale eksterne effektene er et nyttig utgangspunkt dersom man ønsker å si noe mer konkret om hvordan universelt eierskap kan gjennomføres i praksis. Finansdepartementet deltar som nevnt ovenfor i et prosjekt som ser nettopp på denne typen problemstillinger innenfor klimamrådet. Flere andre store forvaltere ser også på hvordan forskjellige eksterne effekter vil kunne påvirke kapitalforvaltningen i ulike scenarier.

11.5 Noen begrensninger ved hypotesen om universelt eierskap

Det knytter seg også noen begrensninger til UE-hypotesen, og kanskje spesielt hvordan hypotesen skal tilnærmes i praksis. Selv ikke en diversifisert global eier er investert i hele verdensøkonomien. Noen lokale eksterne effekter vil derfor være mindre viktige⁷ i UE-sammenheng. I tillegg er det naturlig å trekke fram følgende forhold:

Langsiktighet

En universell eier vil normalt ha en lang tidshorisonter⁸. Dersom resten av markedet ikke har den samme langsiktige horisonten, vil en UE som tilpasser seg langsiktig kanskje leve gjennom en lang periode med feilprisinger før effekten av en ekstern effekt gjenspeiles i markedet. Det er dermed vanskelig å si når en UE best tilpasser seg et framtidig problemområde. Lønnsomheten i en tilpassing vil avhenge av om det tar lang tid før en ekstern effekt prises riktig.

Målbarhet og praktisk tilnærming

Mangel på målbarhet⁹ kan også gjøre det problematisk i praksis å sette gode mål for å «løfte» kva-

⁵ For eksempel utslipp langs et elveløp som reduserer produktiviteten til andre brukere av elven eller isolerte problemer med corporate governance.

⁶ Blant annet PGGM, Nederlands nest største pensjonsfond er kommet langt her og meravkastning er også formålet med NBIMs miljørelaterte mandater.

⁷ Gjessing og Syse (2007) bruker eksemplet med forurensning som reduserer landbruksproduksjonen i et avsidesliggende, selvberget område. Det er en viktig etisk og kanskje politisk problemstilling – men sannsynligvis ikke sentralt for en forvalter som skal maksimere absolutt avkastning.

⁸ Ifølge FRR er det for eksempel om lag 40 år før klimaendringer under gitte scenarier vil påvirke et fonds avkastning og risiko.

⁹ Selv der effekter er målbare, vil disse først bli synlige år, kanskje tiår, etter at aktiviteten fant sted (Thamotheram og Wildsmith 2007).

liteten eller «tilpasse» porteføljen, spesielt for en vesentlig passiv forvalter. Gode selskaps- eller sektorspesifikke data en eier kan benytte seg av finnes ikke for mange eksternaliteter. Dette kan en eier forsøke å påvirke. Fondets støtte til CDP når det gjelder gode data på CO₂-utslipp er et eksempel på dette.

Det er heller ikke heldig å oppfordre selskapsledelser til å følge mål med en stor grad av unøyaktighet, eller at en investor krever at selskaper både maksimerer aksjonærverdier, og samtidig avstår fra å benytte seg av muligheter til økt inntjening. Imidlertid kan det være viktig for en eier å søke å hjelpe et porteføljeselskap til troverdig å bygge kortsiktige strategier som støtter en langsiktig målsetning om maksimal avkastning dersom selskapet ikke på egenhånd klarer å ta kortsiktige (kanskje kostbare) valg som støtter opp under det langsiktige målet¹⁰. Et godt eksempel for hvordan dette kan gjøres er NBIMs forskjellige forventningsdokumenter.

Kostnadseffektivitet

Det er viktig at det gjennomføres grundige kostnads- vurderinger av forskjellige handlinger knyttet til en bred UE-tilnærming. Det at et en eier har en økonomisk interesse i at globale markedsfeil reduseres, betyr ikke at denne nødvendigvis har et godt forretningsmessig rasjonale for å investere i at dette skjer (Gjessing og Syse, 2007). Sannsynligvis er selektiv selskapspåvirkning¹¹ og samarbeid om avgrensede temaer gjennom internasjonale møteplasser som UN PRI en kostnadseffektiv og god måte å tilnærme seg mange utfordringer på.

Etikk utover det finansielt forankrede

UE-hypotesen ivaretar ikke alle etiske hensyn en eier vil kunne ønske å ta. UE-hypotesen vil i praksis være fundert i prognoser og delvis kvalitative

vurderinger og leder dermed ikke til noen direkte eller udiskutabel finansielt forankret etikk. Det vil være situasjoner der en eier vil kunne ønske å gå lenger i etisk retning enn det UE-hypotesen kanskje kan gi grunnlag for – enten av overbevisning, eller fordi analyse- og datagrunnlag mangler.

11.6 Konklusjon

UE-hypotesen er relativt ny og selv om den har vært gjenstand for faglig interesse, er den i hvertfall i praksis ganske utforsket. Mange av problemstillingene er imidlertid ikke nye, men kjent fra for eksempel miljø- og ressursforvaltning, debatten omkring kortsiktighet i næringslivet og såkalt «stakeholder-teori». Det UE-hypotesen gjør, er å forankre problemstillingene teoretisk og intuitivt i konteksten til en universell eier i finansmarkedssammenheng. Hypotesen belyser at problemstillingene er relevante for målet om maksimal langsiktig risikojustert avkastning.

Fondet er en universell eier *per definisjon* og bør derfor ha en konkretisert tilnærming til hva dette betyr i praksis. En slik tilnærming bør se på behovet og mulighetene for å redusere de kortsiktige og langsiktige velferdstapene gjennom å «løfte» kvaliteten på investeringsuniverset. Den bør også se på det dynamiske behovet for å «tilpasse seg» problemstillingene gjennom endringer i investeringene.

Finansdepartementet vil arbeide videre med å konkretisere hva som bør legges i rollen som universell eier. Det er viktig å påpeke at mange av utfordringene og mulighetene SPU møter i denne sammenheng er adressert gjennom fondets arbeid som ansvarlig investor. SPU har for eksempel allerede en bred tilnærming til eierskapsutøvelse med selskapspåvirkning og forventningsdokumenter. Den varslede observasjonslisten for uttrekk vil også kunne gi et viktig bidrag til å bedre «kvaliteten» på enkeltelskaper i porteføljen. Teorien om universelt eierskap kan slik sett danne en overbygning for mye av fondets arbeid med ansvarlige investeringer, og være med på fokusere og tydeliggjøre prioriteringene både i dette arbeidet og i hovedmålsetningen om maksimal, langsiktig risikojustert avkastning.

¹⁰ Dette kan for eksempel være et utslag av Akerlofs (1991) konsept om naiv diskontering av framtiden, der en stadig utsetter en kortsiktig smertefull beslutning og tilslutt ender opp i en situasjon en på forhånd ønsket å unngå eller andre former for nåtidskjøvet (hyperbolisk diskontering) kjent fra adferdsøkonomien.

¹¹ Det nederlandske fondet PGGM kombinerer for eksempel en egen fokusliste, og kjøper resten av selskapspåvirkningen av F&C som er spesialister på området.

12 Internasjonale rapporteringsstandarder

12.1 Global Investment Performance Standards (GIPS)

GIPS er en internasjonal standard for beregning og presentasjon av historiske investeringsresultater for selskaper som forvalter midler på vegne av en tredjepart. Det er frivillig å etterleve standarden, og den er basert på prinsippet om selvregulering.

Standarden ble utviklet av Chartered Financial Analyst (CFA) Institute i samarbeid med mange andre organisasjoner, og ble lansert i 1999. I øyeblikket er institusjoner i 32 ulike land med på å administrere og videreutvikle standarden. Standarden er utviklet for å gi større tillit til at presentert informasjon om avkastning er fullstendig og riktig. Felles bruk av metoder og prinsipper gjør det også enklere å sammenlikne tall fra ulike institusjoner. Dette er til fordel for både forvaltere og investorer.

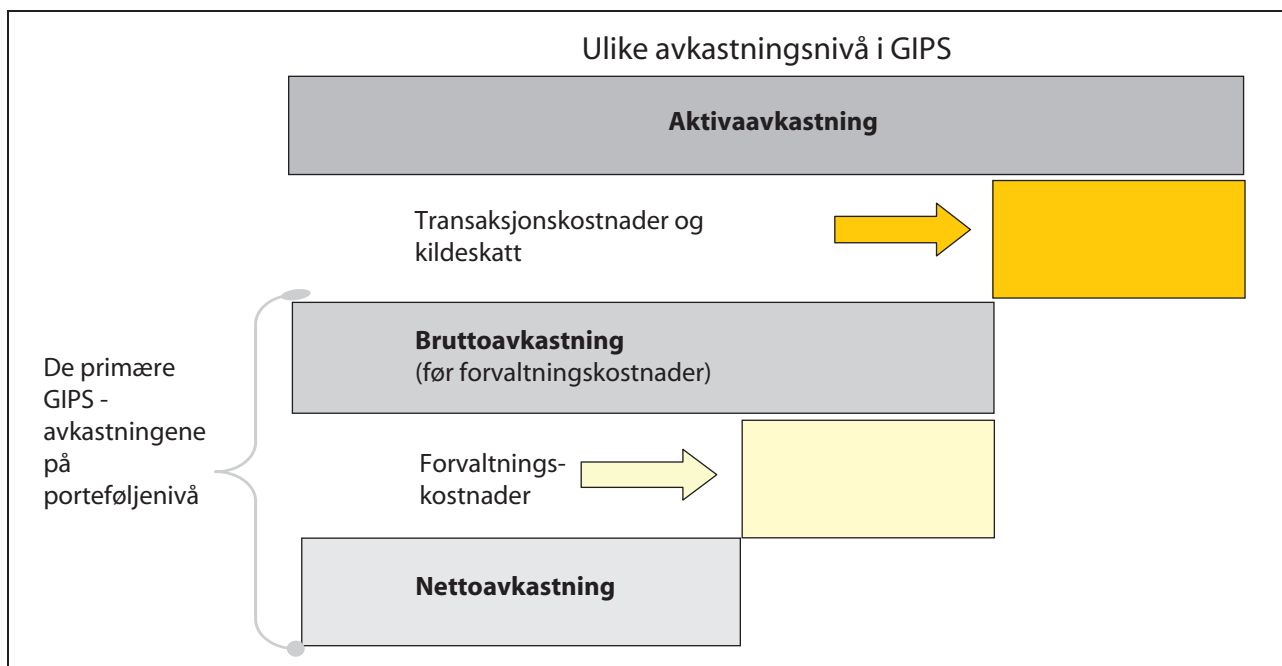
Standarden krever at grunnlagsdataene skal være konsistente, både på tvers av porteføljer og over tid. Dette er avgjørende for at avkastningstal-

lene blir fullstendige og gir et riktig bilde. Verdsettingen må være basert på markedsverdier (fair value). Porteføljene må verdsettes minst månedlig.

GIPS setter krav til at det i avkastningsberegningen skal benyttes totalavkastning, inklusive realiserte og urealiserte gevinster samt andre inntekter. Det settes videre krav til at det skal benyttes tidsvektet avkastning justert for kontantstrømmer. Periodeavkastninger må sammenkobles geometrisk, det vil si at delperiodenes avkastningstall må kjedes sammen for å finne avkastningen for hele perioden.

All avkastning skal beregnes etter fratrukk for faktiske transaksjonskostnader. Avkastningen skal ikke justeres for estimerte transaksjonskostnader. GIPS omhandler både bruttoavkastning og nettoavkastning, og anbefaler at det i presentasjoner benyttes bruttoavkastning (i tillegg til relevante forvaltningshonorar for aktuelle klienter), slik den framkommer i figur 12.1.

I rapporteringen settes det krav til at det blant annet gis informasjon om årlig avkastning, avkast-



Figur 12.1 Ulike avkastningsnivå i GIPS

Kilde: GIPS

ning for referanseindeks der slik finnes, markedsverdi, oversikt og beskrivelse av portefølje grupper, hvilken valuta avkastningen er presentert i og hvorvidt det er netto- eller bruttoavkastning som presenteres. Det settes også krav til at det må rapporteres minimum fem års avkastningshistorikk beregnet etter GIPS-standarden, eller siden oppstart av forvaltningsvirksomheten.

Totalavkastningen av referanseindeksen må oppgis for hver årlige periode. I tillegg anbefales det at akkumulert avkastning for både faktisk portefølje og referanseindeksen oppgis for alle periodene som avkastningen er presentert for.

GIPS setter særskilte krav til avkastningsberegning av og rapportering for investeringer i fast eiendom og unoterte aksjer.

Standarden krever at en forvalter må oppfylle alle kravene som er oppstilt i GIPS for å kunne hevde at den følger GIPS. Både Norges Bank og Folketrygdfondet følger GIPS-standarden.

12.2 Internasjonale standarder for finansiell rapportering (IFRS)

IFRS omfatter prinsippbaserte regnskapsstandarder, tolkninger og rammeverk for finansiell rapportering utarbeidet av International Accounting Standards Board (IASB).

En del av standardene som inngår i IFRS er kjent under den gamle betegnelsen International Accounting Standards (IAS). IAS ble utgitt mellom 1973 og 2001 av Board of the International Accounting Standards Committee (IASC). Ansvaret for å utgi internasjonale regnskapsstandarder ble 1. april 2001 overført fra IASC til det nyetablerede IASB. På sitt første møte bekreftet IASB at tidligere utgitte IAS skal være en del av IFRS.

IASB er en uavhengig standardsetter som er underlagt IASC Foundation. Medlemmene (på nåværende tidspunkt 15 fulltids medlemmer) er ansvarlige for utvikling og utgivelse av IFRS'er og for godkjenning av tolkninger som utarbeides av IFRIC (International Financial Reporting Interpretations Committee).

IFRS er under kontinuerlig utvikling og vesentlige endringer er forventet i løpet av de kommende årene. Blant annet arbeides det med en større endring som gjelder finansielle instrumenter. Rammeverket er også under revisjon.

I tillegg til standardene utgis det tolkninger som skal veilede om problemstillinger som ikke omhandles i standardene og på områder hvor en uensartet eller utilsiktet praksis har utviklet seg. Disse utgis av IFRIC, den internasjonale tolkningskomité for finansiell rapportering.

IFRS er obligatorisk eller tillatt i mer enn 100 land og har bidratt til den globale harmoniseringen av regnskapsstandarder, blant annet gjennom konvergeringsprosjekter med den amerikanske standardsetteren FASB og den japanske standardsetteren. Etter regnskapsloven § 3-9 skal børsnoterte foretak i Norge utarbeide regnskap etter internasjonale regnskapsstandarder (IFRS), mens andre regnskapspliktige kan velge mellom å følge IFRS eller de øvrige reglene i regnskapsloven. For norske banker, finansierings- og forsikrings-selskaper er det gitt egne regnskapsregler i forskrifter i medhold av regnskapsloven som i det vesentlige innebærer at slike selskaper må utarbeide regnskap etter innregnings- og målereglerne i IFRS.

Det vises forøvrig til omtale av nye regler for forvaltningen av SPU i kapittel 4.

13 SPU sammenliknet med andre store fond

13.1 Innledning

Globalt finnes det mange store kapitaleiere, fond og forvaltere. SPU er gjennom 12 år vokst til å bli et av verdens største statlige investeringsfond, og er også blant verdens største fond totalt sett. Figur 13.1 viser SPU's størrelse sammenliknet med et utvalg av andre store pensjons- og investeringsfond og kapitalforvaltere.

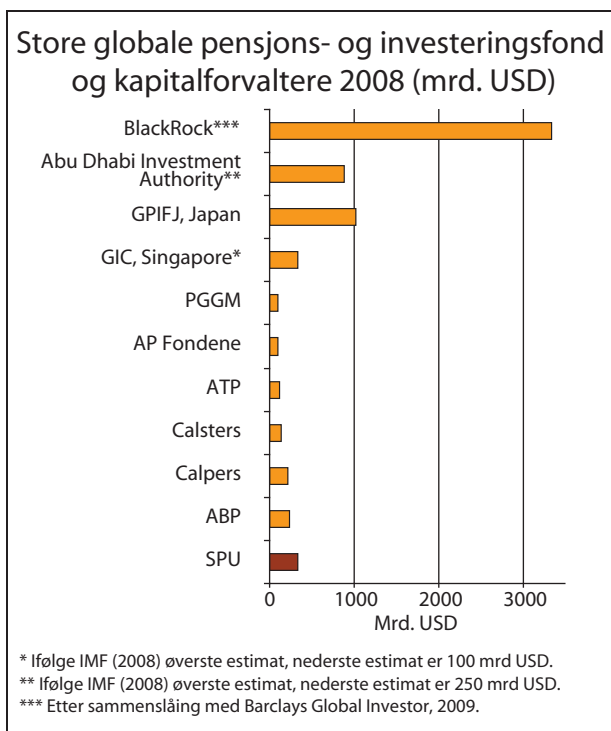
Regjeringen har høye ambisjoner for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Dette gjør det naturlig å sammenlikne forvaltningen av SPU med andre store fond internasjonalt. Finansdepartementet får derfor årlig utarbeidet rapporter fra CEM Benchmarking Inc. (CEM) og WM Performance Services (WM). Rapporten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

menlikner differanseavkastningen med pensjonsfond, livselskaper og statlige investeringsfond.

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

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

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



Figur 13.1 Store globale pensjons- og investeringsfond og kapitalforvaltere.¹

¹ Avvikende perioder for regnskapsrapportering.

Kilde: Fondenes og forvalternes hjemmesider

13.2 Strategisk aktivaallokering

En forskjell mellom SPU og andre institusjonelle investorer, slik som pensjonsfond og livselskaper, er at SPU ikke har særskilte forpliktelser eller kortsiktige likviditetskrav som legger føringer for den strategiske aktivaallokeringen. SPU kan på denne bakgrunn sies å ha en svært lang investeringshorisont og en høyere risikobærende evne enn andre fond det ellers er naturlig å sammenlikne fondet med.

Det kan derfor være interessant også å sammenlikne SPU med fond uten klart definerte beta-

Tabell 13.1 Strategisk aktivaallokering i SPU og sammenliknbare fond i 2008

Aktivklasser	SPU	Sammenliknbare fond	Universitetsfond ¹
Obligasjoner	40	32	11
Noterte aksjer	60	49	39
Eiendom ²	0 ³	9	6
Unoterte aksjer	0	7	14
Infrastruktur	0	1	0
Hedge Funds	0	1	23
Naturressurser	0	1	5
Annet	0	1	7

¹ Faktisk gjennomsnittlig aktivaallokering for nordamerikanske universitetsfond større enn 1 mrd. USD ved utløpet av 1. halvår 2008.

² Eiendom inkluderer REITS (Real Estate Investment Trusts)

³ Regler om forvaltning av eiendomsporteføljen åpner opp for 5 pst. investering i eiendom. Obligasjonsandelen vil bli tilsvarende nedjustert.

Kilde: CEM Benchmarking Inc. og 2008 NACUBO Endowment Study (www.nacubo.org).

lingsforpliktelser, slik som nordamerikanske universitetsfond.

Valg av aksjeandel er den beslutningen som har størst betydning for fondenes avkastning og risiko. Sammenlikningen med andre fond i tabell 13.1 viser at SPUs fordeling mellom rente- og egenkapitalinstrumenter ligger nært opp mot gjennomsnittet av sammenlikningsgruppen – store pensjonsfond. Universitetsfondene skiller seg ut med langt lavere obligasjonsandel.

SPU skiller seg fra andre fond ved at den strategiske referanseindeksen ikke inneholder mindre aktivklasser som unoterte aksjer, infrastruktur og naturressurser. Universitetsfondene har betydelige investeringer i slike alternative aktivklasser, noe som blant annet er muliggjort av at de er langt mindre enn SPU og verdens største pensjonsfond. Enkelte av universitetsfondene er imidlertid store. Størrelsen på de to største universitetsfondene, Harvard og Yale, var på henholdsvis 37 og 23 mrd. USD ved utløpet av 1. halvår 2008. Begge disse fondene blir ofte trukket fram som eksempler på universitetsfond som har utviklet en særegen investeringsstrategi med en høy andel illikvide egenkapitalinvesteringer.

13.3 Referanseporteføljens avkastning til og med 2008

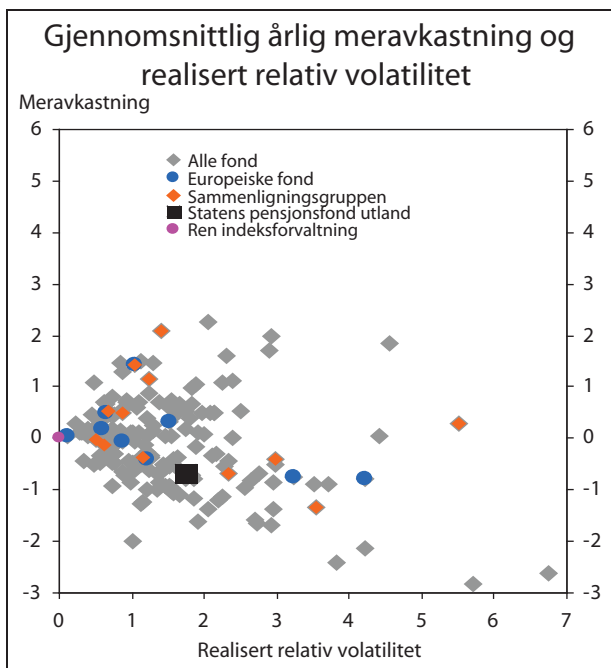
Analysene fra CEM gjøres over en femårsperiode. Investeringsstrategien som ligger til grunn for referanseindeksens sammensetning er basert på avveininger mellom forventninger om langsiktig avkastning og risiko i kapitalmarkedene. I et slikt

perspektiv er en femårsperiode kort. Dersom sammenlikningene hadde blitt gjort for en annen femårsperiode kunne resultatene vært annerledes.

Analysene til CEM viser at SPUs gjennomsnittlige årlige avkastning av referanseindeksen i femårsperioden fram til 2008 var 1,5 pst. målt i referanseindeksen valutakurv. Tilsvarende var sammenlikningsgruppens medianavkastning 2,7 pst. målt i hvert enkelt fonds respektive valuta.

Sammenlikning av totalavkastning mellom fond er vanskelig fordi forskjellige fond har ulik valutasammensetning og referansevaluta. Valutakurssvingninger medfører at avkastningen vil avhenge av hvilken referansevaluta en benytter. I femårsperioden fram til 2008 var eksempelvis avkastningen i fondets referanseindeks målt i euro 0 pst., mens den var 2,0 pst. målt i USD.

Forskjellen i referanseindeksens avkastning vil også være et resultat av ulik aktivaklasse- og regionsammensetning. SPU har til nå skilt seg fra andre store pensjonsfond ved en høyere obligasjonsandel og at fondet ikke er investert i eiendom og unoterte aksjer. CEM har beregnet at dersom de andre fondene hadde SPUs aktivaklassesammensetning i femårsperioden fram til 2008, ville den årlige indeksavkastningen blitt redusert med 0,5 prosentpoeng for sammenlikningsgruppen. Denne differansen er i hovedsak et resultat av at andre fond har hatt høyere allokering til unoterte aksjer og eiendom. For øvrig skiller SPU seg også fra andre fond ved at investeringene er spredt på mange markeder og valutaer, mens de fleste av pensjonsfondene i sammenlikningsgruppene har hoveddelen av investeringene i sine hjemmemarkeder.



Figur 13.2 Gjennomsnittlig årlig brutto differanseavkastning og realisert relativ volatilitet for SPU og andre fond. 2004–2008. Prosent.

Kilde: CEM Benchmarking Inc.

13.4 Differanseavkastning til og med 2008

En sammenlikning over tid av faktisk avkastning av SPU med avkastningen av referanseindeksen viser hvilken brutto differanseavkastning Norges Bank har skapt. I figur 13.2 vises gjennomsnittlig brutto differanseavkastning og realisert relativ volatilitet for femårsperioden 2004–2008 for SPU og de ulike sammenlikningsgruppene. Av figuren ser en at SPU har hatt mindreavkastning over denne perioden, mens gjennomsnittet av andre fond ligger nær null. En ser også at SPU har hatt noe høyere variasjon i differanseavkastningen enn de andre fondene.

CEM har beregnet at SPU i femårsperioden fram til 2008 oppnådde en gjennomsnittlig årlig brutto mindreavkastning på 0,6 prosentpoeng. Til sammenlikning er den mest typiske brutto meravkastningen (medianen) 0,2 prosentpoeng i sammenlikningsgruppen. Analysene viser også at SPU har hatt noe høyere realisert relativ volatilitet enn de andre fondene.

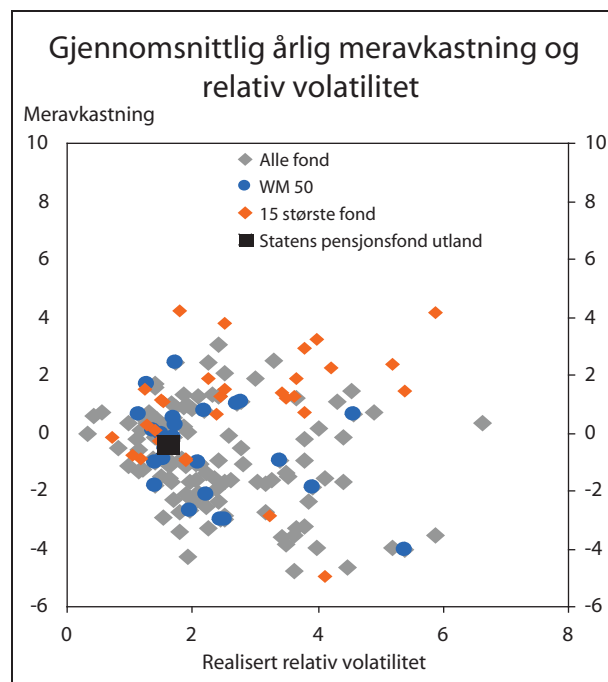
Sammenlikningsgruppen har skapt meravkastning i aktivaklasser som SPU ikke er investert i. Sammenlikning av rente- og aksjeforvaltningens meravkastning med andre fonds rente- og

aksjeforvaltning gir derfor et bedre bilde av hvordan Norges Bank har lyktes i forhold til andre forvaltere. Den gjennomsnittlige brutto meravkastningen i aksjeforvaltningen i femårsperioden var 0,5 prosentpoeng, mens sammenlikningsgruppens median var 0,4 prosentpoeng. Renteforvaltningens gjennomsnittlige brutto mindreavkastning i perioden var -1,4 prosentpoeng, mens sammenlikningsgruppens medianavkastning var -0,9 prosentpoeng. Analysene viser også at variasjon i differanseavkastningen for både aksje- og renteforvaltningen i SPU i femårsperioden fram til 2008 er høyere enn hva som var typisk for andre fond.

13.5 Differanseavkastning til og med 2009

I figur 13.3 vises gjennomsnittlig brutto meravkastning og realisert relativ volatilitet siste tre år til og med 2009 for SPU sammenliknet med fondene i datagrunnlaget til WM. Figuren viser at SPU i likhet med flertallet av andre forvaltere har hatt mindreavkastning i denne perioden. SPU har hatt noe mindre variasjon i meravkastningen, dvs. lavere relativ volatilitet, enn de andre fondene.

Analysene fra WM viser at den høye meravkastningen i 2009 plasserte SPU blant de 25 pst. beste fondene. Den betydelige mindreavkastnin-



Figur 13.3 Gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning og relativ volatilitet for SPU og andre fond. 2007–2009. Prosent

Kilde: WM Performance Services.

gen i 2008 gjør imidlertid at meravkastning i tre- og femårsperioden fram til 2009 nærmer seg den mest typiske meravkastningen (medianen) til de andre fondene i undersøkelsen.

Rapporten fra WM inneholder også en sammenlikning av aksje- og renteporteføljens meravkastning med andre fond. Analysene viser at selv om aksjeforvaltningen hadde betydelig mindreavkastning i 2008, har aksjeporteføljen skapt meravkastning for både tre- og femårsperioden fram til utløpet av 2009. I begge disse periodene har aksjeforvaltningen skapt høyere meravkastning enn gjennomsnittet av andre fond. Meravkastning i femårsperioden plasserte SPU blant de 25 pst. beste fondene. I renteforvaltningen ble det, som i aksjeforvaltningen, i 2009 skapt betydelig meravkastning. Resultatene var også gode sammenliknet med andre fond. For tre- og femårsperioden fram til utløpet av 2009 har imidlertid renteforvaltningen hatt mindreavkastning, og gjort det noe dårligere enn de andre fondene i datagrunnlaget til WM.

13.6 Forvaltningskostnader til og med 2008

CEM-rapporten viser at Norges Banks totale forvaltningskostnader for SPU i 2008 var på 0,106 pst. (dvs. om lag 11 basispunkter) av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Med unntak av SPN, er dette den laveste forvaltningskostnaden for alle de fondene CEM samler inn data fra. Etersom de totale forvaltningskostnadene i stor grad reflekterer fondenes aktivasammensetning, gir slike sammenlikninger ikke et fullgodt bilde av om Norges Banks forvaltning er kostnadseffektiv. For SPU er aktivaklassesammensetning et resultat av Finansdepartementets investeringsstrategi.

CEM har derfor utarbeidet en kostnadsreferanse basert på aktivasammensetningen for SPU. Kostnadsreferansen indikerer hvilke kostnader sammenlikningsgruppen – verdens største pensjonsfond – ville hatt med fondets aktivasammensetning. Analysen viser at de faktiske forvaltningskostnadene i SPU i 2008 var 0,03 prosentpoeng lavere enn kostnadsreferansen. Dette skyldes i hovedsak at Norges Bank har valgt mer intern forvaltning enn sammenlikningsgruppen. Intern forvaltning koster langt mindre enn ekstern forvaltning. I tillegg har Norges Bank betalt mindre for ekstern forvaltning enn sammenliknbare fond.

13.7 Åpenheten om forvaltningen

Finansdepartementet legger vekt på åpenhet og offentlig innsyn i arbeidet med Statens pensjonsfond. Dette er viktig for å sikre troverdigheten til fondet og fondets allmenne tilslutning.

Internasjonalt har det vært stor oppmerksomhet knyttet til at enkelte statlige investeringsfond har lite åpenhet om sin virksomhet og kan ha ikke-finansielle målsettinger for sine investeringer. Spesielt mottakerlandene av utenlandske, statlige investeringer har i forskjellige fora påpekt betydningen av åpenhet omkring slike investeringer.

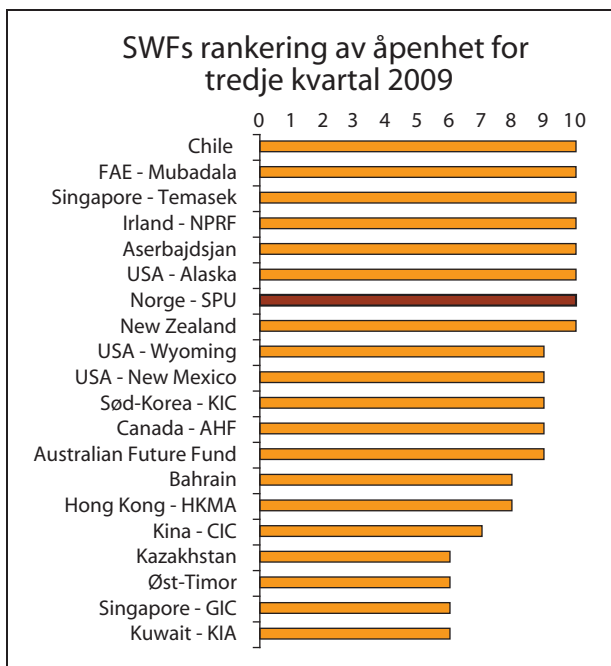
Både USA og EU-kommisjonen skisserte i 2008 prinsipper for tilfredsstillende åpenhet. EU-kommisjonen etterlyste årlig offentliggjøring av investeringer og aktivaallokeringer, offentliggjøring av belåningsgrad, valutaforordelingen av aktiva, størrelsen på fondet og kilden til fondets midler samt hjemlandets regulering og kontroll med fondet (EU-kommisjonen, 2008)¹. Rapporteringen om forvaltningen av SPU er i tråd med prinsippene som er skissert av USA og EU.

SPU er i flere uavhengige kilder omtalt som et av verdens mest åpne fond. Et eksempel er artikkelen «A Blueprint for Sovereign Wealth Funds Best Practices» av Truman (2008)² som gir fondet 100 av 100 mulige poeng for åpenhet. I rapporten graderes åpenhet innenfor områdene investeringsstrategi, investeringsaktiviteter, rapportering og revisjon. Av 34 statlige investeringsfond er det bare Alaska Permanent Fund i USA og SPU som oppnår høyeste poengsum. Gjennomsnittet i gruppen får poengsummen 44.

Også The Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI) gir SPU poengsummen 10 av 10 på åpenhet. SWFI mener at et fond bør ha en poengsum på minst 8 for å kunne kalle seg transparent. Figur 13.4 viser fondene som får over 6 poeng av SWFI. Det er bare 8 globale statlige investeringsfond som får 10 poeng i SWFI-rankeringen. Elementene som inngår i vurderingen er listet opp i boks 13.1.

¹ EU-kommisjonen 2008 A common European approach to sovereign wealth funds Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions COM (2000) 115 (February 27). Tilgjengelig på <http://ec.europa.eu>

² Truman, Edwin M. 2008, A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices Peterson Institute for International Economics Policy Brief No PB08-3, Washington DC



Figur 13.4 The Sovereign Wealth Fund Institutes ranking av åpenhet for tredje kvartal 2009.

Kilde: www.swfinstitute.org

Boks 13.1 Vurderingskriterier for åpenhet

SWFI gir fondene poeng for åpenhet om følgende temaer:

- Informasjon om historikk
- Uavhengige revisjonsdokumenter
- Eierandel i selskaper og geografisk fordeling
- Porteføljens verdi, avkastning og kostnader knyttet til forvaltningen (herunder kompensasjon til forvaltere)
- Retningslinjer innenfor etikk og investeringsstrategi, og informasjon om oppfølgingen av slike retningslinjer
- Strategi og målsetning og hvor klart dette er formulert
- Opplysninger om datterselskaper der disse finnes
- Opplysninger om eksterne forvaltere der disse finnes
- Egen hjemmeside
- Hovedkontoradresse og kontakt informasjon

13.8 Organiseringen av forvaltningen av store statlige investerings- og pensjonsfond

Det finnes forskjellige modeller for hvordan statlige investerings- og pensjonsfond er organisert, og graden av uavhengighet i forhold til de statlige eierne varierer.

IMF (2008)³ skriver at det ikke finnes klare bevis på at investeringene til noe statlig investeringsfond har vært klart politisk motivert. En gjennomgang av statlige investeringsfond av Balding (2009)⁴ viser at det ser ut som statlige investeringsfond primært styres av finansielle målsetninger. En annen studie av Truman (2008) finner

³ IMF (International Monetary Fund) 2008, Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda Washington (February 29). Tilgjengelig på www.imf.org

⁴ Balding, Christopher, Framing Sovereign Wealth Funds: What We Know and Need to Know (Januar, 30 2009). Tilgjengelig på SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1335556>

imidlertid at styringsmodellen er dårlig definert i mange statlige investeringsfond og at også forvalterrollen er uklar eller udefinert i 12 av 34 tilfeller. Trumans gjennomgang viser videre at investeringsbeslutningene i halvparten av fondene ikke er uavhengige av statlige eller statskontrollerte styre. En slik praksis er i konflikt med Santiago-prinsippene generelt, og prinsippet om operasjonell uavhengighet i investeringsbeslutningene spesielt. I rapporten om Santiago-prinsippene beskriver International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWF) en styringsstruktur som deler eierfunksjonen, styrefunksjonen og forvalterfunksjonen, og der forvalterfunksjonen er politisk uavhengig. Santiago-prinsippene gir uttrykk for gode prinsipper for forvaltningen av statlige investeringsfond. Prinsippene er å anse som minimumsstandarder som dagens rammeverk for SPU allerede oppfyller.

14 Systematiske risikofaktorer i den aktive forvaltningen i SPU 1998-2009

14.1 Innledning

SPU forvaltes av Norges Bank etter retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet. Finansdepartementet har gitt Norges Bank en referanseindeks som består av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. Videre er indeksen delt på regioner, land, sektorer og enkeltelskaper. Departementet har gitt Norges Bank en ramme for hvor store avvik som tillates mellom referanseindeksen og fondets faktiske investeringer. Slike avvik kalles aktiv forvaltning.

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

De tre professorene Andrew Ang fra Columbia Business School, William N. Goetzmann fra Yale School of Management og Stephen M. Schaefer fra London Business School har analysert resultatene av den aktive forvaltningen i SPU i perioden fra januar 1998 til september 2009.¹ I denne temartikkelen blir de viktigste resultatene i denne analysen presentert.

14.2 Andel aktiv forvaltning

Analysen til Ang, Goetzmann og Schaefer viser at bare 0,9 pst. av svingningene i avkastningen til den faktiske porteføljen, målt ved varians, er forårsaket av avvikene som er tatt i den aktive forvaltningen. De resterende 99,1 pst. er et resultat

av svingninger i avkastningen av referanseindeksen. I perioden før 2008 var 0,3 pst. av svingningene forårsaket av den aktive forvaltningen. Dette viser at det i all hovedsak er valget av referanseindeks som er avgjørende for risikoen i den faktiske porteføljen.

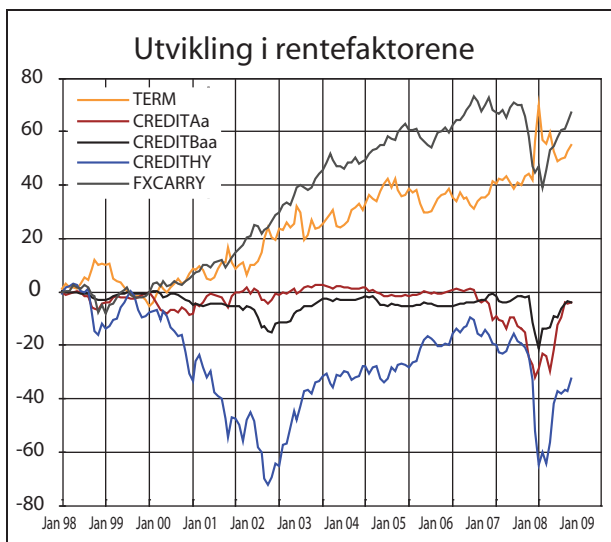
Av svingningene i aksjeporteføljen er det bare 0,3 pst. som blir forklart av aktiv forvaltning. Dette gjelder både for perioden fram til og med 2007, og i hele perioden fra januar 1998 til september 2009. For renteporteføljen forklares 0,2 pst. av svingningene fram til og med 2007 av aktiv forvaltning. Når hele perioden fram til september 2009 inkluderes, blir 2,9 pst. av svingningene forklart av aktiv forvaltning. Denne økningen i betydningen av aktiv forvaltning i renteporteføljen tyder på at den aktive forvaltningen av renteporteføljen har gitt eksponering mot systematiske faktorer som i lang tid ga små bidrag til svingningene, for så i kortere perioder å svinge kraftig.

14.3 Risikofaktorer

Studier av historisk avkastning har avdekket at det over lang tid er mulig å forbedre resultatene i en portefølje relativt til en referanseindeks ved å ha eksponering mot såkalte systematiske risikofaktorer. I noen perioder vil det lønne seg å ha eksponering mot disse faktorene, mens det i andre perioder vil være ugunstig. Over lang tid vil gevinstene være større enn tapene.

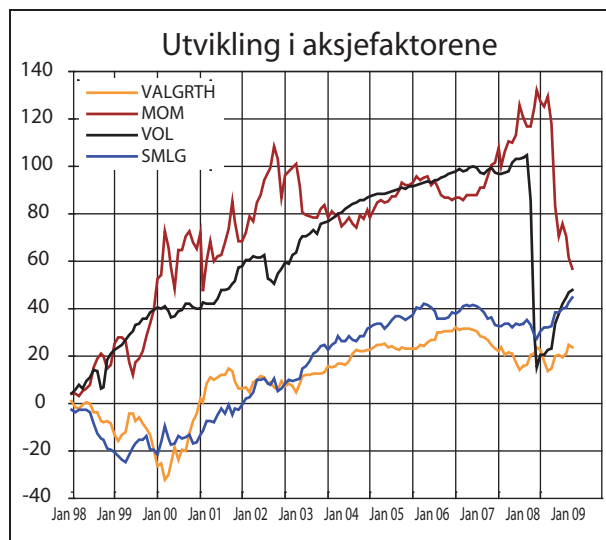
Ang, Goetzmann og Schaefer har analysert differanseavkastningen ved bruk av et sett av de mest studerte og aksepterte risikofaktorene som forskningen har avdekket. Faktorene som er undersøkt kan separeres i faktorer som påvirker renteavkastningen og faktorer som påvirker aksjeavkastningen. Rentefaktorene er løpetid (TERM), kreditt (CREDITAa, CREDITBaa, CREDITHY), valutainvesteringer finansiert av valutilån (FX-CARRY) og likviditet (LIQUIDITY), mens aksjefaktorene er markedsverdi i forhold til bokført verdi (VALGRTH), størrelse (SMLG), momentum

¹ "Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global", (2009), Andrew Ang, William N. Goetzmann og Stephen M. Schaefer



Figur 14.1 Akkumulert avkastning av rentefaktorer. Prosent

Kilde: Ang, Goetzmann og Schaefer (2009)



Figur 14.2 Akkumulert avkastning av aksjefaktorer. Prosent

Kilde: Ang, Goetzmann og Schaefer (2009)

(MOM) og volatilitet (VOL). For en nærmere beskrivelse av faktorene, se kapittel 7 om risikofaktorer.

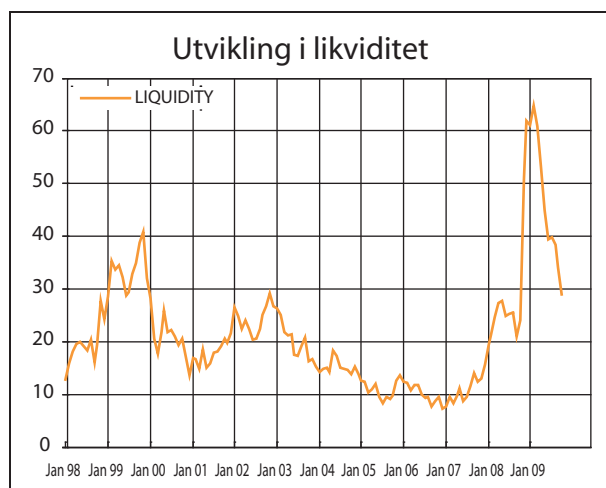
Figur 14.1 viser akkumulert avkastning av rentefaktorene i perioden fra januar 1998 til september 2009. Tilsvarende viser figur 14.2 akkumulert avkastning av aksjefaktorene, figur 14.3 utviklingen i likviditetsfaktoren². Volatilitetsfaktoren benyttes både i analysen av aksjeporteføljen og renteporteføljen.

Analysen av hvordan eksponeringen mot de ulike risikofaktorene har påvirket fondets meravkastning er gjennomført med bruk av regresjonsanalyse. Denne er nærmere beskrevet i rapporten fra Ang, Goetzmann og Schaefer.

14.4 Totalporteføljen

Figur 3.11 C i kapitel 3 viser hvordan akkumulert differanseavkastning utviklet seg fra januar 1998 og fram til desember 2009. Fram til høsten 2007 var det en relativt jevn, positiv utvikling. Høsten 2007 begynte en negativ utvikling som resulterte i et kraftig fall høsten 2008. Avkastningen til fondet i 2008 var 3,4 prosentpoeng dårligere enn avkastningen av referanseindeksen. Fra og med andre kvartal 2009 var det en motsatt utvikling hvor fondet gjorde det vesentlig bedre enn referanseindeksen.

² Likviditetsfaktoren er ikke konstruert som en avkastningsserie og skiller seg derfor litt fra de andre risikofaktorene i rapporten.



Figur 14.3 Utvikling i likviditetsfaktoren. Forskjell i rente mellom de sist utstedte og mest likvide amerikanske 10 års statsobligasjoner og tidligere utstedte 10 års statsobligasjoner, målt i basispunkter.

Kilde: Ang, Goetzmann og Schaefer (2009)

Over hele perioden finner Ang, Goetzmann og Schaefer at den aktive forvaltningen har gitt en avkastning som i gjennomsnitt er 0,02 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning per måned. Statistisk sett er denne differansen for liten og tidsperioden for kort til å kunne konkludere på et statistisk grunnlag om meravkastningen skyldes dyktighet i utførelsen av forvaltningen eller er et resultat av tilfeldigheter. Ang, Goetzmann og Schaefer konkluderer med at meravkastningen samlet sett er marginal men positiv.

Ang, Goetzmann og Schaefer peker på at de aktive strategiene som Norges Bank har fulgt alt i alt har representert en eksponering mot systematiske faktorer. Analysen viser at fondet har vært overvektet rentepapirer med kredittkvalitet Aa, og undervektet rentepapirer med kredittkvalitet Baa. Fondet har videre vært overvektet verdipapirer med lav likviditet, samt overvektet aksjer i selskaper med høy markedsverdi i forhold til bokført verdi (vekstselskaper) og overvektet aksjer i små selskaper. I tillegg har fondet solgt volatilitet, som kan sammenliknes med å ha solgt forsikring mot økte svingninger i markedet.

Ved å studere hvordan resultatet av aktiv forvaltning har utviklet seg side 1998 har Ang, Goetzmann og Schaefer beregnet at mer enn to tredeler av variasjonene i fondets samlede meravkastning i statistisk forstand kan forklares av risikofaktorene. Når de analyserer aksje- og renteforvaltningen separat, med de faktorer som anses mest relevant for hver aktivklasse, forklares en mindre andel av resultatutviklingen. Eksponering mot systematiske faktorer forklarer knapt en tredel av resultatutviklingen i aksjeforvaltningen og om lag halvparten av resultatutviklingen i renteforvaltningen.

Ang, Goetzmann og Schaefer peker videre på at eksponeringen mot disse systematiske faktorene ikke var tilstrekkelig kommunisert før 2008. Dersom både eksponeringene og alle mulige utfall for avkastningen til disse faktorene hadde vært kjent, ville ikke den negative utviklingen kommet uventet, gitt den utviklingen faktorene fikk. På samme måte som en ville forvente at fondet tapte penger når aksjemarkedene falt, ville en kunne forvente at fondet tapte relativt til referanseindeksen når svingningene i markedet økte og likviditeten ble dårligere.

14.5 Renteporteføljen

I perioden fra januar 1998 til september 2009 har avkastningen i renteporteføljen i gjennomsnitt vært lik avkastningen av referanseindeksen. I perioden fram til 2008 var riktignok avkastningen i den faktiske renteporteføljen 0,01 prosentpoeng høyere per måned enn referanseindeksen, men dette tallet er for lite til at det er statistisk belegg for å hevde at det er et resultat av dyktighet i forvaltningen.

Når hele perioden fra januar 1998 til september 2009 benyttes til å analysere renteporteføljen, finner Ang, Goetzmann og Schaefer at 54 pst. av

svingningene til differanseavkastningen kan forklares med utviklingen i systematiske faktorer. I etterkant har det derfor vært mulig å avdekke eksponeringen mot de ulike faktorene. I perioden før 2008 var det en betydelig lavere andel av svingningene i differanseavkastningen som kunne forklares med utviklingen til de systematiske faktorene. Ved inngangen til 2008 ville det derfor vært vanskelig å estimere eksponeringen mot faktorene. Imidlertid viser analysene at ved å foreta en ny estimering hver måned, basert på utviklingen opp til det tidspunktet, ville vært mulig å estimere de ulike eksponeringene underveis gjennom 2008 og 2009. Gitt en slik tilnærming, og forutsatt at en kjente til utfallsrommet for avkastningen til faktorene, ville tapene i den aktive forvaltningen av renteporteføljen i 2008 ifølge Ang, Goetzmann og Schaefer ikke vært helt uventet.

Analysene viser at det er eksponeringen mot verdipapirer med lav likviditet, samt eksponeringen mot volatilitetsfaktoren som var de største bidragsyterne til de svake aktive resultatene i renteporteføljen i 2008, og de påfølgende gode resultatene i 2009. Renteporteføljen har også vært undervektet obligasjoner med lang løpetid, og har vært overvektet verdipapirer med høy kredittkvalitet relativt til verdipapirer med lavere kredittkvalitet.

14.6 Aksjeporteføljen

I aksjeporteføljen har aktiv forvaltning bidratt med 0,05 prosentpoeng meravkastning per måned i hele perioden, og 0,06 prosentpoeng dersom en ser på kun perioden før 2008. Analysene viser at det siste tallet statistisk sett er signifikant forskjellig fra null, og også det første tallet er nær statistisk signifikant.

29 pst. av svingningene i differanseavkastningen kan forklares ut fra utviklingen i systematiske risikofaktorer. Dette viser ifølge Ang, Goetzmann og Schaefer at den aktive forvaltningen av aksjeporteføljen i mindre grad enn renteforvaltningen har vært basert på faktoreksponering, men eksponeringen mot systematiske faktorer er likevel statistisk signifikant.

Aksjeporteføljen har vært overvektet både vekstselskaper og små selskaper. I tillegg har porteføljen solgt forsikring mot økte svingninger i markedet. I andre halvdel av 2008 var dette en strategi som ga svake resultater, og som sto for en stor del av tapene i den aktive forvaltningen av aksjeporteføljen.

14.7 Internt forvaltede midler

Forvaltningen av SPU kan deles opp i intern og eksternt forvaltning. Den interne forvaltningen gjennomføres av Norges Bank selv, mens den eksterne forvaltningen gjøres av andre forvaltere på vegne av Norges Bank. Ved utgangen av 2009 var 17 pst. av aksjeporteføljen og 3 pst. av renteforvaltningen forvaltet eksternt. Andelen av renteporteføljen som er forvaltet eksternt er betydelig redusert gjennom finanskrisen.

Den interne forvaltningen består i hovedsak av strategier for forvaltning av markedsporteføljen, som ved aktive valg er ment å utnytte svakheter ved fondets referanseindeks. I tillegg benyttes selskapsspesifikke strategier, se avsnitt 2.3.

Siden en stor andel av renteporteføljen er internt forvaltet, er resultatene for den interne renteforvaltningen i all hovedsak lik resultatene for den totale renteforvaltningen. Den største forskjellen er at den internt forvaltede renteporteføljen kun i mindre grad har investert i papirer med en annen løpetid enn referanseindeksen.

Ang, Goetzmann og Schaefer finner at resultatene fra den interne aktive forvaltningen av aksjeporteføljen er positive både i hele perioden og i perioden før 2008, med en meravkastning på henholdsvis 0,05 prosentpoeng og 0,09 prosentpoeng. Det siste tallet er statistisk signifikant. Analysene viser at meravkastningen i den interne aksjeforvaltningen har hatt betydelig samvariasjon med alle aksjefaktorene. Porteføljen har vært overvektet både vekstselskaper og små selskaper, undervektet selskaper som har hatt sterk kursutvikling, og har solgt volatilitet. Mye av samvariasjonen som meravkastningen i den interne aksjeporteføljen har med størrelsesfaktoren og momentumfaktoren, er forårsaket av de selskapsspesifikke strategiene. Meravkastningen til bankens strategier knyttet til forvaltningen av markedsporteføljen har kun hatt signifikant samvariasjon med vekst/verdi-faktoren og volatilitet.

14.8 Eksternt forvaltede midler

Eksterne forvaltere benyttes hovedsakelig for å få tilgang til ekspertise som Norges Bank ikke har i egen organisasjon. Norges Bank velger disse forvalterne og gir dem et mandat med en referanseindeks. Forvalternes mål er å levere en avkastning som er bedre enn denne referanseindeksen innenfor en gitt risikoramme.

I den eksterne renteporteføljen har den gjennomsnittlige differanseavkastningen vært -0,45 prosentpoeng per måned. Antallet store negative bidrag fra enkeltfond er større enn antallet store positive bidrag. De store negative bidragene oppsto typisk i 2008. Under en tredjedel av de eksterne renteforvalterne har levert bedre avkastning enn referanseindeksen. Faktoranalysen viser at de eksterne rentemandatene har vært undervektet rentepapirer med lang tid til forfall, og har solgt volatilitet.

Den aktive forvaltningen i de eksterne aksjemandatene har vært mer vellykket, og har ifølge Ang, Goetzmann og Schaefer økt fondets avkastning med 0,09 prosentpoeng i gjennomsnitt per måned sammenliknet med referanseindeksen. Nesten to tredeler av de eksterne aksjeforvalterne har levert meravkastning. For de fleste aksjemandatene er likevel svingningene fra måned til måned så store at det i statistisk forstand er vanskelig å si om meravkastningen er et resultat av dyktighet eller tilfeldigheter. Den eksterne aksjeforvaltningen har ifølge analysen vært overvektet vekstselskaper og små selskaper, og har fulgt strategien med å kjøpe aksjer som har hatt kursoppgang i den siste perioden (momentum), og har solgt forsikring mot økte svingninger i markedet.

14.9 Oppsummering

Hovedkonklusjonene til Ang, Goetzmann og Schaefer er at aktiv forvaltning over tid har hatt en veldig liten påvirkning på den totale avkastningen til fondet. Kun en mindre del av risikoen i fondet skyldes aktiv forvaltning, noe som viser at det er valget av referanseindeks som er det avgjørende for fondets totalrisiko.

Det er store forskjeller på resultatene i rente- og aksjeforvaltningen. Den aktive forvaltningen av renteporteføljen har samlet sett gitt nær null i meravkastning. Den eksterne renteforvaltningen har i gjennomsnitt gitt mindreavkastning. Aksjeforvaltningen har gitt bedre resultater med statistisk signifikant meravkastning i perioden fram til og med 2007, og nær signifikant meravkastning i hele perioden.

Avkastningen i den aktive forvaltningen siden 1998 viser en eksponering mot flere systematiske faktorer. Dette gjelder særlig renteforvaltningen, men til dels også for aksjeforvaltningen. Mesteparten av mindreavkastningen innen den aktive forvaltningen etter 2007 kom innen renteforvaltningen, og i analysen fra Ang, Goetzmann og

Schaefer forklares dette av betydelig eksponering mot systematiske faktorer, spesielt likviditet og volatilitet.

Ang, Goetzmann og Schaefer mener at dersom både faktoreksponeringene og hele utfallsrommet for avkastningen til de ulike faktorene hadde vært kjent, ville også resultatene i 2008 vært innenfor det mulighetsrommet en på forhånd kunne antatt.

Finansdepartementet

t i l r å r :

Tilråding fra Finansdepartementet av 26. mars 2010 om Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 blir sendt Stortinget.

Vedlegg 1

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 de strategiske vektene ut fra vurderinger av hvorvidt en aktivaklasse er over- eller underpriset i forhold til en annen.

Aktivaklasser

Aktivaklasser er ulike typer eller klasser av finansielle eiendeler, for eksempel aksjer, obligasjoner og eiendom. I referanseindeksen for SPU inngår tre aktivaklasser: aksjer obligasjoner og fast eiendom (under oppstart). I SPN inngår to aktivaklasser: aksjer og obligasjoner.

Aktiv forvaltning

Aktiv forvaltning innebærer at forvalter ut fra egne analyser og vurderinger setter sammen en faktisk 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 *indeksforvaltning*, *differanseavkastning* og *relativ volatilitet*.

Aritmetisk avkastning

Gjennomsnittlig *aritmetisk avkastning* utgjør middelverdien av alle tallene i en tidsserie. Det beregnes ved å summere avkastningen i de ulike tidsperiodene og dele på antall tidsperioder. Hvis avkast-

ningen 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

Markedsverdien til Statens pensjonsfond er lik summen av markedsverdien på alle de egenkapital- og renteinstrumenter fondet er investert i på et gitt tidspunkt. 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* samt *differanseavkastning* og *forventet avkastning*.

Differanseavkastning

Differanseavkastning er bidraget fra den aktive forvaltningen til avkastningen på de investerte midlene, og måles som avkastningsforskjellen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen. Differanseavkastning omtales av og til som relativ avkastning. Positiv differanseavkastning betegnes meravkastning, mens negativ differanseavkastning betegnes mindreavkastning.

Diversifisering

Bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko til en portefølje kan normalt forbedres ved å spre investeringene på flere aktiva i porteføljen. Dette kalles *diversifisering*. Det er bakgrunnen for at referanseindeksen til Statens pensjonsfond er spredt på ulike aktivaklasser og et bredt utvalg av geografiske regioner, land, sektorer og selskaper.

En forutsetning for at bytteforholdet bedres ved å spre investeringene på flere aktiva er at avkastningen til de ulike aktivaene ikke samvarierer perfekt. Bytteforholdet kan imidlertid bare forbedres inntil et visst punkt, der porteføljen sies å være *effisient* eller optimalt diversifisert.

Faktisk portefølje

Gjennom *aktiv forvaltning* kan forvalter sette sammen en portefølje av verdipapirer som avviker fra referanseindeksen. Denne porteføljen utgjør fondets *faktiske portefølje*.

Faktisk referanseindeks

Den *faktiske referanseindeksen* Sammensetningen av den *faktiske referanseindeksen* tar utgangspunkt i den strategiske referanseindeksen. Over tid vil ulik utvikling i aksjeverdiene mellom land og ulik utvikling mellom aksjekurser og obligasjonskursene innebære at aksjeandelen og den geografiske fordelingen i den faktiske referanseindeksen vil avvike fra de strategiske vektene. Det er derfor etablert et såkalt rebalanseringsregime for SPU der en under gitte betingelser søker å bringe vektene i den faktiske referanseindeksen tilbake til vektene i den strategiske referanseindeksen. Se *rebalansering* og *strategisk referanseindeks*.

Departementet forventer i utgangspunktet at forvalterne Folketrygdfondet og Norges Bank leverer en avkastning i samsvar med referanseindeksen avkastning, men rammeveket åpner innenfor bestemte rammer for *aktiv forvaltning* hvor forvalter søker å oppnå en høyere avkastning på referanseindeksen kan sette sammen en *faktisk portefølje* som avviker fra denne. Disse rammene er relativt moderate, slik at referanseindeksen i det alt vesentlige vil bestemme fondets avkastning og risiko. I den aktive forvaltningen vil referanseindeksen danne grunnlaget for risikostyringen og være utgangspunktet for måling av forvalters bidrag til resultatet.

Forventet avkastning

Forventet avkastning er et statistisk mål på middelverdien i fordelingen over alle mulige utfall, og er lik gjennomsnittlig avkastning av en investering over tidsperiode 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. Forventet avkastning kan beregnes ved hjelp av historiske avkastningsserier, eller basert på framoverskuende modellsimuleringer.

Normalt vil høyere forventet avkastning bare kunne oppnås ved å ta høyere risiko. Gjennom *di-*

versifisering kan imidlertid forventet avkastning opprettholdes samtidig som risikoen reduseres. Dersom en investors risikopreferanser innebærer at vedkommende ikke påtar seg høyere risiko uten å bli kompensert gjennom høyere forventet avkastning, sier en at vedkommende har risikoa-versjon.

Geometrisk avkastning

Gjennomsnittlig *geometrisk avkastning* – eller tidsvektet avkastning – angir den gjennomsnittlige vekstraten til en investering. Hvis avkastningen år 1 er 100 pst. og avkastningen år 2 er – 50 pst. den gjennomsnittlige geometriske avkastningen -1 pluss kvadratroten av $((1+1) \times (1-0,5)) = 0$. Dette geometriske gjennomsnittet blir følgelig lavere det *arismetiske*, jf. eksemplet foran. Årsaken til dette er den såkalte «rentesrente-effekten». Har man et år med dårlig avkastning, for eksempel – 10 pst, og så et år med tilsvarende god avkastning, vil man ikke ha gjenvunnet det investerte beløp.

Jo større variasjon det er i den årlige avkastningen, jo større blir forskjellen mellom *arismetisk* og *geometrisk* gjennomsnitt.

Norges Bank rapporter i sine kvartals- og årsrapporter realavkastningen i SPU som et geometrisk gjennomsnitt.

Indeks

En *indeks* inneholder et gitt antall verdipapirer bestemt ut fra de utvelgelseskriterier som indeksevenandør har lagt til grunn, og angir en gjennomsnittlig avkastning for de verdipapirene i indeksen. Verdipapirindekser utarbeides av børsere, konsulentselskaper, aviser og investeringsbanker. De kan for eksempel være land-, region-, markedsvekt- eller sektorbasert. De fleste aksjeindekser er basert på markedsvekter der hvert enkelt verdipapir vektet etter dets relative markedsverdi (kapitalisering), mens de fleste obligasjonsindekser er basert markedsvekter der hvert enkelt papir vektet etter den relative verdien til nominelt utstående volum.

Hvis det er mulig å investere en verdipapirportefølje i tråd med sammensetningen av indeksen, er indeksen såkalt investerbar. Dette vil typisk være tilfellet for veldig likvide verdipapirer, som børsnoterte aksjer. Derimot vil en indeks over utviklingen i unotert eiendom ikke være investerbar.

En indeks kan brukes som avkastningsmål for en bestemt verdipapirportefølje. Den kan også bli

brukt som et mål på forvalters dyktighet i den aktive forvaltningen. Se *indeksforvaltning* og *referanseindeks*.

Indeksforvaltning

Med indeksforvaltning – også kalt passiv forvaltning – menes at forvaltningen er innrettet mot at den faktiske porteføljen i størst mulig grad skal gjenspeile sammensetningen av *referanseindeksen*. Dersom sammensetningen av den faktiske porteføljen er eksakt lik sammensetningen av referanseindeksen, vil avkastningen på faktisk portefølje og referanseindeksen være like. Dersom indeksene som utgjør referanseindeksen omfatter mesteparten av de omsatte verdipapirene i markedet, vil man ved indeksforvaltning oppnå samme avkastning som markedet samlet, før fradrag for kostnadene knyttet til indeksforvaltningen. Avkastningen som følger av en bred eksponering mot den generelle markedsutviklingen kalles ofte beta-avkastning. Se *indeks* og *referanseindeks*.

Korrelasjon

Korrelasjon angir graden av og retningen på den lineære avhengigheten mellom to variabler. Dersom korrelasjonen er lik 1, er det perfekt grad av positiv samvariasjon mellom de to variablene seg alltid helt i takt. Dersom det er null korrelasjon, er det ingen grad av samvariasjon, mens en korrelasjon på -1 innebærer at det er perfekt grad av negativ samvariasjon mellom de to variablene.

Kun i tilfellet med perfekt positiv korrelasjon vil risikoen i en portefølje være lik den vektete summen av risikoen i enkeltpapirene. Den reduksjonen i risiko som framkommer ved å spre investeringene på ulike aktiva på denne måten betegnes som en diversifiseringsgevinst, se *diversifisering*.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for å lide tap som følge av at en utsteder av et verdipapir eller en motpart i en verdipapirhandel ikke oppfyller sine forpliktelser, for eksempel som følge av konkurs.

Det er en flytende overgang mellom kredittrisiko og *markedsrisiko*.

Markedseffisiens

Markedseffisiens innebærer at prisen på en finansiell eiendel, slik som en aksje eller obligasjon, til enhver tid gjenspeiler all tilgjengelig informasjon om eiendelens fundamentale verdi. Dersom denne hypotesen er korrekt, vil det være umulig for en forvalter konsistent å «slå markedet». Aktiv forvaltning vil dermed ha liten rolle å spille når det gjelder å tilføre verdi.

En effisient portefølje kjennetegnes ved at forventet avkastning er høyest mulig for et gitt nivå på risiko. I prinsippet finnes det et uendelig antall effisiente porteføljer, som til sammen danner en såkalt effisient front. Se *diversifisering*.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risikoen for at verdien på en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av bevegelser i aksjekurser, valutakurser, råvarepriser og rentenivået. Det er vanlig å legge til grunn at en må akseptere høyere markedsrisiko for å oppnå høyere forventet avkastning.

Meravkastning

Se *differanseavkastning*.

Mindreavkastning

Se *differanseavkastning*.

Nominell avkastning

Oppnådd avkastning uten korreksjon for endring i pengeverdi. Se *realavkastning*.

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 tap lave mot kostnadene som påløper som følge av økt kontroll, overvåking mv.

Passiv forvaltning

Se *indeksforvaltning*.

Realavkastning

Realavkastning er oppnådd nominell avkastning justert for prisstigning. Den viser dermed avkastningen i faste priser. Se *nominell avkastning*.

Relativ avkastning

Se *differanseavkastning*.

Relativ volatilitet

Kapitaleier vil normalt sette rammer for hvor stor risiko forvalter kan ta i den aktive forvaltningen. En vanlig metode er å fastsette en *referanseindeks* og sette kvantitative grenser for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseindeksen. Finansdepartementet har overfor Norges Bank og Folketrygdfondet oppstilt en slik grense i form av mål for *forventet relativ volatilitet*. Dette er forventet standardavvik til avkastningsforskjellen mellom den *faktiske porteføljen* og referanseindeksen. Rammen for Norges Bank er satt til 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet, og for Folketrygdfondet er den satt til 3 prosentpoeng. Over tid og noe forenklet innebærer dette at om hele rammen utnyttes, vil faktisk avkastning i to av tre år avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra avkastningen på referanseindeksen for SPU og mindre enn 3 prosentpoeng for SPN.

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*, *kredittrisiko*, *systematisk risiko* og *standardavvik*.

Risikopremie

Markedsaktører er ønsker ikke å ta mer risiko en nødvendig – de er såkalt risikoaverse. Dette betyr at de for en gitt avkastning vil velge det investeringsalternativet som gir lavest risiko. Hvis et ver-

dipapir har høyere risiko, vil markedsaktørene forvente høyere avkastning for å investere i dette papiret. Dette utgjør risikopremien.

Det forventes for eksempel en høyere gjennomsnittlig avkastning av aksjeinvesteringer enn av investeringer i rentepapirer, fordi risikoen i aksjer er høyere. Det finnes en rekke anerkjente systematiske risikofaktorer som selskapsstørrelse, likviditet, momentum mv.

Samvariasjon

Se *korrelasjon*.

Sharpe-rate

Sharpe-raten er et risikomål utarbeidet av nobelprisvinneren William Sharpe. Raten er definert som forholdet mellom forventet realavkastning fratrukket risikofri realrente og forventet volatilitet. Sharpe-raten er dermed et mål på bytteforholdet mellom forventet realavkastning utover risikofri rente og volatilitet. Hvis to verdipapirer sammenholdes mot samme risikofrie rente vil papiret med høyest sharp-rate gis best bytteforhold mellom avkastning og risiko.

Standardavvik

Standardavvik er et ofte benyttet mål på risikoen i en portefølje. Det viser hvor mye verdien av en variabel – avkastningen – kan ventes å svinge. For en konstant verdi vil standardavviket være 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 porteføljen vil falle i verdi med x prosent eller stige i verdi med y prosent i løpet av en gitt periode.

Med en normalfordelt avkastning ville avkastningen i verdipapirmarkedene 68 pst. av tilfellene være under ett standardavvik fra gjennomsnittlig avkastning. I 95 pst. av tilfellene vil avkastningen ligge innenfor to standardavvik. Emiriske undersøkelser av avkastningen i verdipapirmarkedene indikerer imidlertid at svært lav og svært høy avkastning forekommer oftere enn hva en ville vente hvis avkastningsratene vare normalfordelt. Fenomenet omtales som «fete haler» siden slike fordelinger har med tyngde i halene enn den klokkeformede normalfordelingskurven. Se *risiko*.

Strategisk referanseindeks

Departementets grunnleggende investeringsstrategi for Statens pensjonsfond kommer til uttrykk gjennom en strategisk referanseindeks for SPN og SPU. Disse angir en strategisk aktivallokering, som innebærer en fordeling av fondskapitalen på ulike typer eiendeler og geografiske regioner.

Den strategiske referanseindeksen 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 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 vektor 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 vektor 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. Motsetningen er usystematisk eller verdipapirspesifikk risiko, som er risiko som kan diversifiseres bort ved å investere i et stort antall verdipapirer. Fordi man kan diversifisere seg bort fra denne, gir eksponering mot usystematisk risiko ikke økt *forventet avkastning*.

Den systematiske risikoen reflekterer økonomiens iboende usikkerhet og forsvinner aldri. Investorer kan ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, «kredittskviser», manglende likviditet og markedskollaps m.v. En investor kan imidlertid la være å investere i (eller kun investere en mindre andel i) verdipapirer som for eksempel aksjer, som faller relativt mer i verdi i dårlige tider. Høyere systematisk risiko kompenseres i form av høyere *forventet avkastning*.

Systematisk risiko måles i *beta*. En betaverdi på 1 representerer den gjennomsnittlige systematiske risikoen i markedet. En representativ markedsindeks, som for eksempel referanseindeksen for SPU, vil dermed ha en beta svært nær 1. En portefølje med beta over 1 vil i gjennomsnitt ha større avkastningsvariasjon, men høyere forventet risiko enn en portefølje med beta 1. For en portefølje med beta under 1 vil dette være motsatt. Se *risikopremie*.

Valutakurv

SPU plasseres utelukkende i utenlandske verdipapirer, og dermed kun i papirer som omsettes i andre valutaer enn norske kroner. Avkastningen av SPU målt 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 uavhengig av kronekursens utvikling, beregnes avkastningen også i internasjonal valuta. Dette gjøres med utgangspunkt i fondets *valutakurv* som innebærer at en vektor avkastningen i enkeltvalutaer sammen i samsvar med fordelingen av fondets referanseindeks på ulike valutaer.

Volatilitet

Variasjon i avkastning. Måles i *standardavvik*.

Vedlegg 2

Evaluering av aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond utland (SPU)

Brev fra Folketrygdfondet til Finansdepartementet av 29. januar 2010

Vi viser til brev fra Finansdepartementet 18. desember 2009 knyttet til evaluering av aktiv forvaltning i SPU. Departementet kommenterer i brevet at det er lagt opp til en bredt anlagt prosess knyttet til evalueringen av den aktive forvaltningen i SPU. Departementet har bestilt tre innspill i forbindelse med dette prosjektet, hhv fra en gruppe bestående av internasjonalt anerkjente eksperter (Andrew Ang, William N. Goetzmann og Stephen M. Schafer), fra konsultentselskapet Mercer og fra Norges Bank. Finansdepartementet ber i brevet om at Folketrygdfondet kommenterer relevansen av de tre innspillene i relasjon til aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond Norge (SPN). Departementet peker på at det vil være naturlig at en i den forbindelse ser på eventuelle forskjeller mellom SPU og SPN, bl.a. når det gjelder særtrekk, investeringsunivers, eierandeler og kjennetegn ved markedsplassen.

Investeringsuniverset til SPN er geografisk begrenset til Norge, Danmark, Sverige og Finland. Referanseporteføljen deler mandatet opp i 85 prosent norske verdipapirer og 15 prosent nordiske verdipapirer. SPN er en stor investor i det norske kapitalmarkedet, mens SPU investerer i et langt større marked. Forskjell i markedenes størrelse, porteføljenes andel av markedet og spesielle forhold ved det norske kapitalmarkedet ser vi på som de viktigste forskjellene mellom SPU og SPN. Flere av de forhold som er tatt opp i de tre innspillene påvirkes eller forsterkes av disse forskjellene.

Vi finner materialet som er fremlagt meget verdifullt, og det gir et godt grunnlag for vurdering av viktige sider knyttet til institusjonell kapitalforvaltning. I dette brevet kommenterer vi relevansen av de nevnte innspillene med hovedvekt på forvaltningen av SPNs aksje- og obligasjonsportefølje i Norge. Innledningsvis vil vi se på ulikhetene og egenskapene i investeringsuniversene, og vi vil gi en beskrivelse av den aktive forvaltningen og eierskapsoppfølgingen som gjennomføres

i SPN i dag. Vi vil også trekke frem momenter ved en passiv forvaltningsstrategi som gjør den vanskelig å gjennomføre, samt utfordringer ved å ta hensyn til systematiske faktorer i referanseindeksen.

Investeringsunivers

Markedet for norske verdipapirer utgjør en liten del av det internasjonale kapitalmarkedet. Norske aksjer som inngår i aksjeindeksen FTSE All-World utgjør 0,38 prosent av denne indeksen. I obligasjonsindeksen Barclays Capital Global Aggregate er andelen norske utstedere 0,30 prosent.

Markedsverdien av børsnoterte aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess var ved utgangen av 2009 1 446 milliarder kroner, mens verdien av hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) var 682 milliarder kroner. Det er hovedindeksen som er referanseporteføljen for SPNs norske aksjeportefølje. Ved beregning av aksjeindekser til bruk som referanseportefølje for faktiske porteføljer er det vanlig å bare ta med den delen av aksjemarkedet som er gjenstand for fri omsetning (fri flyt), mens det for aksjeindekser som er ment å representere markedets utvikling er vanlig å ta med alle aksjer. Den store forskjellen mellom markedsverdien for alle børsnoterte selskaper og verdien av hovedindeksen, representerer ett av særtrekkene ved det norske aksjemarkedet¹. Årsaken er at en uvanlig stor andel av det norske aksjemarkedet, både målt i verdi og antall selskaper, ikke er gjenstand for fri omsetning sammenlignet med andre markeder. Av totalt 53 selskaper i OSEBX er det 49 selskaper hvor det er begrensninger på fri flyt, det representerer 46,4 prosent av verdien. Tilsvarende er det bare 52 av de 537 selskaper i USA som inngår i aksjeindeksen FTSE All-World som har begrensninger på fri flyt, her representerer fri flyt justeringen

¹ Ved beregning av hovedindeksen ekskluderes aksjeposter større enn 10 prosent som er eid av aksjonærer med styreplass i selskapet (insidere) og aksjer eid direkte av staten.

bare 3,4 prosent av verdien. For Storbritannia er tallene 19 av 101 selskaper og 5,3 prosent av verdien.

Ved årsskiftet utgjorde SPNs norske aksjeforfølje om lag 9,3 prosent av referanseporteføljen for norske aksjer, mens SPNs nordiske aksjeforfølje utgjorde 0,28 prosent av referanseporteføljen for nordiske aksjer. Tilsvarende andel for SPU (per 30.09.2009) er 1,75 prosent i Europa, 0,68 prosent i Asia/Oseania og 0,66 i Amerika. I referanseporteføljen til SPN for norske aksjer inngår det nå 53 selskaper og 139 selskaper i referanseporteføljen for nordiske aksjer, mens det er om lag 7.300 selskaper som inngår i referanseporteføljen til SPU.

De samme forskjellene gjør seg også gjeldene for obligasjonsporteføljene. Ved utgangen av 2009 utgjorde SPNs norske obligasjonsportefølje om lag 5,9 prosent av verdien for referanseporteføljen til norske obligasjoner². Det var 61 obligasjoner i referanseporteføljen til norske obligasjoner utstedt av i alt 13 ulike utstedere ved utgangen av 2009. I referanseporteføljen for nordiske obligasjoner inngår det 277 obligasjoner. Til sammenligning var det om lag 10.600 obligasjoner i referanseporteføljen til SPU.

Oslo Børs er karakterisert ved en meget skjev selskapsstruktur representert ved at de fem største selskapene i OSEBX utgjør 55,8 prosent av indeksen sammensetning. For noterte norske aksjer som helhet (Oslo Børs og Oslo Axess) er denne andelen noe høyere, 57,6 prosent. Internasjonalt er selskaps sammensetningen langt mer diversifisert, i Storbritannia utgjør de fem største selskapene 27,3 prosent, mens det i Tyskland er 24,5 prosent³.

Bransjestrukturen på Oslo Børs er også smal, hvor energisektoren utgjør 44,5 prosent av indeksen og materialesektoren 12,3 prosent. Andelen utenlandske investorer på Oslo Børs er høy (og fluktuerende over tid)⁴. Blant de mindre selskapene på Oslo Børs er likviditeten gjennomgående svak. Ved utgangen av 2009 var det totalt 180 selskaper notert på Oslo Børs og ytterligere 30 selskaper notert på Oslo Axess.

Det forhold at energisektoren og andre sykliske virksomheter utgjør en stor andel av børs selskapene og at selskapsstrukturen er svært kon-

sentrert, bidrar til at det norske aksjemarked er blant de mer volatile aksjemarkedene i verden. Denne selskaps- og bransjekonsentrasjonen kan diversifiseres godt ved deltagelse i de internasjonale markedene. For investorer som i begrenset grad har adgang til internasjonale markeder er dette ikke mulig, og innslaget av usystematisk (bedriftsspesifikk) risiko for en norsk aksjeforfølje er derfor stor. Det siste momentet gjelder også for indekser som representerer utviklingen på Oslo Børs.

Aktiv forvaltning i SPN

Oppgaven til Folketrygdfondet er å oppnå høyest mulig avkastning over tid i forhold til referanseportefølje og risikorammer fastsatt av Finansdepartementet. For Folketrygdfondet er det en målsetting å få en avkastning som er bedre enn den avkastningen referanseporteføljen oppnår. Dette søkes oppnådd gjennom en aktiv forvaltningsstrategi. Med aktiv forvaltningsstrategi forstås bevisste investeringsvalg som bidrar til en annen porteføljesammensetning enn referanseporteføljen. Folketrygdfondet søker å ta slike aktive investeringsvalg basert på selskaps- og verdipapirutvelgelse og ved å utnytte endringer i systematiske risikofaktorer.

Vi mener at særtrekkene ved det norske aksjemarkedet (som selskapsstørrelse, likviditet og volatilitet), samt størrelsen til SPN og den lange investeringshorisonten, gjør at en avkastningsorientert og ansvarsbevisst investeringsvirksomhet forutsetter aktiv forvaltning. Folketrygdfondet har gjennom 42 år med renteforvaltning og 19 år med aktiv aksjeforvaltning tilført verdier utover referanseporteføljens avkastning. De siste 11 ½ år (frem til siste avlagte regnskap pr 30.06.2009) har vi oppnådd en årlig meravkastning på 0,47 prosentpoeng for hele SPN og en årlig meravkastning for norske aksjer på 1,85 prosentpoeng. Meravkastningen er også positiv når vi inkluderer andre halvår 2009.

Folketrygdfondet har i forvaltningen av SPN lagt vekt på aktive investeringsbeslutninger basert på kvantitative og kvalitative vurderinger av enkelt selskaper, sektorer, markedsutvikling og makroøkonomiske forhold. Folketrygdfondet har fordel av å kunne operere med et stabilt rammeverk og regulatoriske forhold som gjøre det mulig å investere motsyklisk i perioder preget av sterk optimisme eller pessimisme. Dette har bidratt til at den aktive forvaltningen av SPN skiller seg fra mange andre aktive forvaltere ved at det er mulig

² Norske utstedere i obligasjonsindeksen Barclays Capital Global Aggregate utstedt i valutaene NOK, EUR, GBP og USD.

³ Målt som andel av hhv indeksene FTSE All-Share for Storbritannia og CLXP for Tyskland.

⁴ SNF-rapport nr. 14/08 Utvikling av eierstrukturen på Oslo Børs

å opprettholde en langsiktig investeringshorisont uten å tvinges til å ta uønskede disposisjoner. For å gjennomføre en slik strategi forutsettes en forvaltningsorganisasjon med stor kompetanse, klare ansvarsforhold, veldefinerte investeringsstrategier, gode beslutningsprosesser, god porteføljeoppfølging og ansvarsbevisst aktiv eierskapsutøvelse.

Folketrygdfondet har funnet det hensiktsmessig å legge de samme aktive investeringsstrategiene til grunn ved forvaltningen av den nordiske verdipapirporteføljen der dette har vært naturlig. I tillegg har den aktive forvaltningen av nordenporteføljen gitt nyttige erfaringer og innspill til forvaltningen av den norske porteføljen.

Som en langsiktig finansiell investor og eier på Oslo Børs er vi opptatt av at markedet er velfungerende og har tilfredsstillende markedsovervåking. Passiv forvaltning forutsetter at prisingen av selskapene på børs er riktig. Ofte omtales passive forvaltere som gratispassasjerer i denne sammenhengen som nyter godt av ulike aktive forvalteres opptreden. Vi ser det som en naturlig oppgave for en stor investor å ha et syn på prisingen av verdipapirene på børsen. Slik deltagelse forutsetter aktiv forvaltning. Tilstedeværelse av aktive forvaltere vil dessuten bidra til et bedre fungerende marked.

Finansdepartementet har fastsatt en ramme for aktiv forvaltning målt ved forventet relativ volatilitet på 3 prosentpoeng for fondet. Vi vil understreke at det er viktig at en slik risikoramme relaterer seg til den langsiktige investeringshorisonten Folketrygdfondet opererer med. Dette er blant annet viktig for å unngå at Folketrygdfondet under krisepreget markedsforhold må foreta disposisjoner som i et langsiktig perspektiv fremstår som lite ønskelige.

Vi har merket oss at Mercer rapporten om aktiv forvaltning peker på at det er vanlig å evaluere store fond med likvide aksje- og obligasjonsporteføljer over en tidsperiode på tre år, men at illikvide aktivaklasser oftest evalueres over lengre tidsperioder. Vi vil peke på at mindre likviditet i det norske markedet enn tilfellet er internasjonalt trekker i retning av en lengre evalueringshorisont enn tre år.

Eierskap

For Folketrygdfondet som investor med store eierandeler (uavhengig av om forvaltningen er passiv eller aktiv) i norske selskaper medfører det et særlig eieransvar i de selskaper vi er investert i,

både for å sikre våre finansielle verdier og for å bidra til at det er et velfungerende finansmarked. Dette forholdet forsterkes ved at om lag halvparten av aksjonærene i norske selskaper ikke møter på generalforsamlinger⁵. Folketrygdfondet har fastsatt eierprinsipper og etiske retningslinjer for investeringsaktiviteten, og et bærende prinsipp har gjennom årene vært at eierskapsutøvelsen er en integrert del av investeringsvirksomheten. Vår erfaring er nettopp at god eieroppfølging krever innsikt og kunnskap om blant annet selskapenes drift, strategier for verdiskaping, rammebetingelser, eierstyring og selskapsledelse. Dette er nødvendig for at vi skal opptre med troverdighet og forvente å oppnå resultater i eierskapsutøvelsen. Kompetansen som benyttes i en slik sammenheng er bygd opp i forvaltningsorganisasjonen gjennom mange år, oppnådd ved kontinuerlig å følge selskapenes utvikling og å være i dialog med selskapene og relevante markedsaktører. I rapporten «Active management and active ownership» fra Mercer er det listet opp en rekke forhold som er nevnt som fordeler for eieroppfølgingen når forvaltningen er aktiv. Vår oppfatning er at eieroppfølgingen blir bedre når de som forestår eieroppfølgingen også er ansvarlige for å foreta aktive investeringsbeslutninger om avvik fra referanseporteføljen.

Kostnader ved forvaltningen

Kostnadene knyttet til forvaltningen av SPN er lav, anslagsvis 7,6 basispunkter i 2008. En sammenligning fra det kanadiske analysefirmaet CEM Benchmarking viser at sammenlignbare fond har kostnader på 16,3 basispunkter. Kostnadsbildet kan deles i fire; verdipapirutvelgelse, transaksjonsgjennomføring, kontroll og eieroppfølging. Lav omsetningshastighet for porteføljen som følge av den aktive og langsiktige forvaltningsstilen til Folketrygdfondet, gjør at kostnadene knyttet til transaksjonsgjennomføring er små og mindre enn dersom porteføljen hadde vært forvaltet passivt som et indeksfond hvor det vil skje stadige transaksjoner som følge av endringer i indeksen. For kontroll og eieroppfølging vil vi anta at kostnadene vil være om lag like store ved passiv forvaltning som dagens aktive forvaltning. For det første punktet, verdipapirutvelgelse, vil de

⁵ For selskapene som inngår i OSEBX var 53,0 prosent av stemmene, direkte eller ved fullmakt, representert på sist avholdt generalforsamling (50,3 prosent i selskapene hvor den norske stat ikke er aksjonær). Deltagelse på generalforsamlingene varierte fra 17,3 prosent til 88 prosent.

problemstillinger som oppstår som følge av manglende likviditet, medføre at forvaltningen av SPN må ta utgangspunkt i aktive beslutninger uavhengig av om forvaltningen skal gjennomføres med et passivt eller aktivt utgangspunkt. Det innebærer at det vil skille lite mellom aktiv og passiv forvaltning for SPN rent kostnadsmessig også på dette punktet. Totalt innebærer det at kostnadene for SPN stort sett vil være de samme uansett om forvaltningen gjennomføres aktivt eller passivt.

Utfordringer med passiv forvaltning

Porteføljen til SPN utgjør en så stor andel av referanseporteføljen, at det er flere forhold som får betydning for valg av forvaltningsstrategi. Vår oppfatning er at muligheten for å utøve passiv forvaltning, dvs. søke å holde en indekxnær portefølje i det norske markedet er begrenset og vil støte på en rekke praktiske problemstillinger. Vi vil i det følgende trekke frem noen eksempler som belyser dette.

Vi har analysert en del av disse rent praktiske problemstillingene ved å ta utgangspunkt i SPNs norske aksjeportefølje og referanseporteføljen. Selskapssammensetningen i OSEBX revideres halvårlig. Vi har som utgangspunkt sett på situasjoner der vi har gjort en antagelse om at porteføljen forut for indekxendringene hadde lik sammensetning som indekxen. Vi har antatt at SPN ved en passiv forvaltning forholder seg til indekxendringer ved at en forsøker å gjennomføre disse endringene i porteføljen så raskt som mulig og at SPN i tiden etter en indekxendring står for 10 prosent (SPNs andel) av normal omsetning i aksjen frem til indekxvekt oppnås. Flere av indekxendringene de seneste årene vil ved en slik forutsetning skape problemer ved at normal omsetning i selskapet er svært begrenset. Vi har i vår analyse tatt utgangspunkt i indekx sammensetningen ved utgangen av 2006 og studert effekten av 6 indekxrevisjoner frem til desember 2009. Vår analyse indikerer at dette forholdet alene krever et nivå på forventet relativ volatilitet som ramme på om lag 1,0 prosentpoeng for den norske aksjeporteføljen ved passiv forvaltning. For noen av selskapene som har gått inn og ut av OSEBX flere ganger, ser vi at likviditeten er så vidt begrenset at normal omsetning tilsier at det kan gå opp mot 1,5 år for å kjøpe eller selge en indekxpost for en portefølje på SPNs størrelse, selv om all omsetning legges til grunn. Dersom vi står for 10 prosent av normal omsetning, innebærer det at det kan ta opp mot 15 år å kjøpe eller selge indekxvekt i slike selskaper.

Lav likviditet i mange av selskapene på Oslo Børs gjør at rebalanseringer for å bringe aksjeandelen tilbake til det definerte utgangspunktet på 60 prosent isolert sett også vil være ekstra krevende ved passiv forvaltning, ved at det ikke er mulig å øke eller redusere vekten i alle selskapene like raskt. En rebalansering av SPNs portefølje på det nivået som ble gjennomført i 2008/2009, etter det sterke aksjefallet som fulgte finanskrisen, vil ved passiv forvaltning kreve enda større risikoramme. Vi har anslått at de to nevnte forhold vil kreve en ramme på til sammen 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for den norske aksjeporteføljen dersom denne porteføljen blir forvaltet passivt.

Også i forvaltningen av obligasjonsporteføljen vil en passiv forvaltningsstrategi innebære praktiske utfordringer. SPN benytter samme leverandør av referanseindekser til renteporteføljene som SPU. Norges Bank kommenterer i sin rapport at endringer av sammensetningen av referanseporteføljen skjer ved slutten av hver måned. Emisjoner av nye obligasjonslån i markedet skjer løpende og inkluderes tidligst i referanseporteføljen ved slutten av gjeldende måned. Som følge av lav likviditet i obligasjonsmarkedet er det krevende å selge seg ut av eksisterende portefølje for å ta inn nye lån som vi ser kommer inn i indekxen. En passiv tilnærming til denne problemstillingen medfører betydelige transaksjonskostnader samt bortfall av muligheten for å høste mulige premier ved emisjoner. Vi observerer også at flere lån som tas inn i indekxen plasseres direkte mot internasjonale aktører (for eksempel britiske pensjonsfond). Siden det ikke er mulig å investere direkte fullt ut i lånene som inngår i referanseporteføljen, vil porteføljen bestå av andre papirer og andre utstedere enn referanseporteføljen. Dette medfører et behov for diversifisering, noe som i seg selv tilsier en aktiv forvaltning av porteføljen.

Til slutt vil vi fremheve at en særskilt side ved passiv forvaltning av SPN, som en stor aktør i forhold til markedet, er andre investorers mulighet til å utnytte kunnskapen om passive strategier. Dersom en stor andel av et marked forvaltes passivt, vil andre aktører kunne utnytte dette til å gjøre tilpasninger ved indekxendringer samtidig og i forkant av de passive investorene.

Størrelsen SPN har i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet gjør det vanskelig å gjennomføre en passiv forvaltningsstrategi. Vi mener at utfordringene er så vidt sterke at vi vil fraråde en passiv strategi.

Nærmere om systematiske faktorer

Rapporten fra de tre professorene (Adrew Ang, William N. Goetzmann og Stephen M. Schafer) konkluderer med at SPUs avkastning i hovedsak er en kombinasjon av passiv forvaltning og eksponering til kjente systematiske faktorer, som likviditet og volatilitet. De anbefaler at forvalter, NBIM, skal konstruere indekser for aktuelle faktorer, og at oppdragsgiver, Finansdepartementet, skal bestemme eksponeringen i referanseporteføljen mot de ulike faktorene.

For det norske aksjemarkedet viser empiriske undersøkelser at faktorer som forklarer aksjeavkastningen ikke er fullt ut sammenfallende med faktorene som observeres i de større markedene i verden⁶. For det norske aksjemarkedet gir selskapsstørrelse og likviditet sammen med den generelle markedsutviklingen den beste forklaringsgraden, ved at små selskaper ser ut til å gi et positivt avkastningsbidrag sammenlignet med store selskaper og mindre likvide selskaper også gir et positivt bidrag sammenlignet med større selskaper. I den grad faktorer for de norske markedene avviker fra faktorene på verdensmarkedet og/eller er ustabile i størrelse og sammensetning, øker utfordringene med å sette sammen investerbare referanseporteføljer som utnytter disse risikopremiene.

Det forhold at faktorene selskapsstørrelse og likviditet synes å gi bidrag til å forklare aksjeavkastningen på Oslo, kan brukes som argument for å gjøre tilpasninger i referanseporteføljen for norske aksjer. Aksjeindeksen OSEBX bruker nettopp disse to kriteriene, likviditet og størrelse, som krav for inkludering i indeksen. Det innebærer at OSEBX får en mindre eksponering mot selskaper med lav likviditet og mot små selskaper enn det hele markedet representerer.

Vi har i interne analyser sett på egenskapene ved alternative sammensetninger av referanseporteføljen for norske aksjer, med tanke på å markedsvekte de to faktorene små selskaper og lav likviditet. Disse analysene indikerer at de praktiske problemstillingene knyttet til manglende likviditet som følge av størrelsen på SPNs portefølje forsterkes ved å utvide referanseporteføljen til å omfatte flere selskaper. Det innebærer isolert sett behov for en noe høyere ramme for forventet relativ volatilitet. En økning i antallet selskaper vil, dersom den også gjennomføres i porteføljen, innebære

re økte kostnader knyttet til eieroppfølging og kontroll. Vi vil undersøke effektene knyttet til størrelse og likviditet i det norske aksjemarkedet nærmere og vil eventuelt komme tilbake til departementet med en anbefaling om å gjøre endringer i sammensetningen av referanseporteføljen. Vi vil også gjøre en tilsvarende undersøkelse for referanseporteføljen for norske obligasjoner.

Vi ser imidlertid generelle utfordringer ved å gjennomføre en slik modell som anbefales i professorrapporten ved å gi enkelte faktorer annerledes vekt enn det som følger av markedsvekten, og vil peke på at referanseporteføljen ideelt sett bør vedlikeholdes av oppdragsgiver, ikke av forvalter. Det er viktig å unngå at referanseporteføljer konstrueres på en slik måte at det skapes uklarhet om rolle- og ansvarsdeling mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Folketrygdfondet som kapitalforvalter. Vi vil derfor fraråde at forvalter skal vedlikeholde og konstruere faktorindekser slik professorrapporten legger opp til. Vi vil også peke på at vi ser særlige utfordringer for forvaltningen i de norske markedene dersom Finansdepartementet skal peke på aktuelle faktorer som skal vektes annerledes enn det markedsvektene tilsier, i den grad slike faktorer avhenger av hvordan den økonomiske politikken innrettes.

Dagens regelverk innebærer rebalansering på en faktor, aksjeandelen. Faktorjustert referanseportefølje innebærer rebalanseringer som følge av flere faktorer, og det kan derfor

innebære hyppigere rebalanseringer. Det vil være ekstra krevende og kostbart i mindre likvide markeder, som de norske aksje- og obligasjonsmarkedene.

Oppsummering

Folketrygdfondet har i dette brevet gjennomgått de tre nevnte innspill til SPU med sikte på i hvilken grad de er relevante for dagens aktive forvaltning av SPN, og vi har kommentert forskjeller mellom SPU og SPN, bl.a. når det gjelder særtrekk, investeringsunivers, eierandeler og kjenne-tegn ved markedsplassen.

Det er vår oppfatning at særtrekkene ved det norske aksjemarkedet, samt størrelsen til SPN og den lange investeringshorisonten, gjør at en avkastningsorientert og ansvarsbevisst investeringsvirksomhet forutsetter aktiv forvaltning. Det anses ikke å foreligge noe alternativ til at fondet gjennom aktiv forvaltning søker å utnytte mulighetene for å oppnå meravkastning. Selv en tilnærmet passiv forvaltning vil kreve aktive investere-

⁶ Randi Næs, Johannes A. Skjeltop og Bert Arne Ødegaard 2009, "What factors affect the Oslo Stock Exchange?"

ringsvalg som gjør det utfordrende endog å oppnå en avkastning på nivå med referanseindeksene. Aktiv forvaltning styrkes dessuten av at Folkestrygdfondet over lang tid har tilført verdier utover referanseporteføljens avkastning gjennom aktive investeringsvalg med relativt sett lave forvaltningskostnader. Det er også vår vurdering at flere av de forhold som er tatt opp i de tre innspillene til Finansdepartementet understøtter den valgte strategi.

For å gjennomføre denne strategien forutsettes imidlertid en forvaltningsorganisasjon med omfattende kompetanse, klare ansvarsforhold, veldefinerte investeringsstrategier, gode beslutningsprosesser, god porteføljeoppfølging og ansvarsbevisst eierskapsutøvelse. Det er også vår oppfatning at eieroppfølgingen styrkes betydelig når de som forestår eieroppfølgingen også har kompetanse om selskapene, og er ansvarlige for å foreta aktive investeringsbeslutninger.

En passiv forvaltningsstrategi frarådes da det verken vil være i SPNs interesse eller bidra positivt til markedets funksjonsmåte. Vi ser det heller ikke som relevant å skulle justere referanseporteføljen for systematiske faktorer i et finansmarked som er lite likvid.

Med dette utgangspunkt kan konklusjonene i dette brevet oppsummeres som følger:

Et lite likvid og volatilt norsk kapitalmarked skaper andre utfordringer for en stor aktør enn i et

langt mer likvid globalt marked. Dette gjelder blant annet hensynet til markedets funksjonsmåte.

For å oppnå en indekxnær portefølje kreves aktive investeringsvalg selv ved passiv forvaltning. Dette fordrer også god kompetanse og innebærer kostnadsnivå omlag på samme nivå for passiv som for aktiv forvaltning.

Som stor aksjonær i norske selskaper anses eierskapsrollen å bli betydelig bedre ivaretatt gjennom en aktiv forvaltning av porteføljen.

Faktorbaserte referanseindekser anses lite egnet for en stor investor i det norske markedet. Med utgangspunkt i få observerbare faktorer anses det som lite realistisk å kunne etablere en hensiktsmessig referanseportefølje basert på kjente systematiske faktorer.

Vi mener at aktiv forvaltning av SPN også fremover vil være den beste måten å skape merverdier på. Gjennom ansvarsbevisst investeringsvirksomhet og god eierskapsoppfølging vil Folkestrygdfondets investeringsfilosofi best bidra til å sikre fondets finansielle verdier på lang sikt og et velfungerende finansmarked.

Med vennlig hilsen
Folkestrygdfondet

Erik Keiserud
Styreleder

Olaug Svarva
Adm. direktør

Vedlegg 3

Norsk oversettelse av «Overall Summary» i rapporten «Evaluation og Active Management of the Norwegian Government Pension Fund - Global»

Skrevet av professorene Andrew Ang, William N. Goetzmann og Stephen M. Schaefer

Målet med denne rapporten er å evaluere den aktive forvaltningen i Statens pensjonsfond utland («fondet»). I mandatet er det bedt om en gjennomgang av den akademiske forskningen om aktiv versus passiv forvaltning (indeksforvaltning) og graden av effisiens i markedene. Videre er det bedt om en historisk analyse av NBIMs (Norges Bank Investment Management) resultater, og en framoverskuende analyse av hvordan fondets komparative fortrinn best kan utnyttes i forvaltningen.

I tråd med mandatet består rapporten av tre hoveddeler. Den første delen gjennomgår teorien om og empiriske studier av hypotesen om effisiente markeder («Efficient Market Hypothesis», EMH). Dersom markedene er fullstendig effisiente, har aktiv forvaltning liten rolle å spille når det gjelder å tilføre verdi. Når en skal vurdere hvilken rolle aktiv forvaltning skal spille i fondet, er det derfor viktig å etablere et syn både på det teoretiske grunnlaget for og empirisk støtte for EMH. Den andre delen av rapporten inneholder en detaljert empirisk analyse av NBIMs historiske resultater i den aktive forvaltningen, inkludert tallfesting av gjennomsnittlig differanseavkastning og identifisering av hvilke risikofaktorer fondet har vært eksponert mot. Resultatanalysen skiller mellom intern og ekstern forvaltning og mellom ulike aktivaklasser og strategier. Den siste delen av rapporten drøfter implikasjonene av de to første delene av rapporten når det gjelder forvaltningen av fondet framover. Spesielt drøftes fondets komparative fortrinn og hvilke typer strategier og referanseporteføljer som fondet bør forfølge, gitt gjennomgangen av forskningsresultatene omkring EMH og NBIMs historiske resultater i forvaltningen.

Den moderne beskrivelsen av EMH i akademisk forskning anerkjenner eksistensen av markedsfrikasjoner, kostnader knyttet til informasjonsinnhenting, prinsipal-agent problemer og restriksjoner

knyttet til kapitalstruktur. Innenfor en slik tilnærming er det ingen overbevisende teoretiske eller empiriske argumenter for en ren passiv indekseringsstrategi, selv om det å identifisere aktive forvaltere som konsistent skaper risikostjert meravkastning er sjeldent. I evalueringen av NBIMs historiske resultater finner vi at aktiv forvaltning har hatt liten betydning for fondets samlede avkastning og risiko fram til i dag. Bidraget fra aktiv forvaltning har vært svakt positivt for perioden sett under ett, men det var betydelig mindreavkastning i 2008 og begynnelsen av 2009. Analysen av NBIMs aktive forvaltningsstrategier viser at en betydelig andel av resultatene kan forklares med eksponering mot systematiske risikofaktorer som hadde svært dårlig avkastning under finanskrisen. Vi mener at eksponering mot slike risikofaktorer er hensiktsmessig for en langsiktig investor, siden det er knyttet langsiktige risikopremier til disse faktorene. Vi anbefaler imidlertid at eksponeringen mot risikofaktorene i størst mulig grad blir bygget inn i fondets referanseportefølje. I rapporten foreslås et nytt rammeverk for implementering av denne endringen. Påtilsvarende måte som fondet har valgt å ha en betydelig andel av fondets midler plassert i aksjer for over tid å høste en aksjerisikopremie, anbefaler vi at fondet skaffer seg eksponering mot andre risikofaktorer for å skape bedre resultater i forvaltningen på lang sikt. Det foreslåtte rammeverket er basert på utnyttelse av fondets særtrekk, inkludert fondets lange tidshorisont, og innebærer at eksponeringen mot hver enkelt risikofaktor bestemmes av eiers risikopreferanser.

Oppsummering: Del I

Enkelt sagt innebærer EMH at prisen på et verdipapir til enhver tid gjenspeiler all tilgjengelig informasjon om dets fundamentale verdi. Gitt at denne teorien holder, vil det være umulig for en

forvalter konsistent å slå markedet. Det underliggende prinsippet som driver EMH er at på en stor aktiv markedsplass for noterte verdipapirer, vil hard konkurranse mellom en mengde investorer drive den spekulative profitten til null. Implikasjonen av EMH for investorene er at i den grad spekulativ handel er kostbart, vil spekulasjon føre til tap for de som deltar i dette spillet. Derfor vil en ren indekseringsstrategi utkonkurrere en strategi som er basert på aktiv forvaltning, hvor aktiv forvaltning er definert som en type aktivitet som søker å utnytte feilprisede aktiva relativt til en risikostjustert referanseindeks. I en EMH-verden finnes det ingen feilprisede aktiva fordi markedets usynlige hånd beveger seg raskere enn det den enkelte agent er i stand til.

I del I av rapporten gjennomgår vi den omfattende teoretiske og empiriske litteraturen om EMH. Gjennomgangen av teorien viser at EMH er blitt videreutviklet over de siste tiårene for å gjenspeile faktiske markedsforshold, blant annet at det er kostbart å drive informasjonsinnhenting og andre typer friksjoner som transaksjonskostnader, finansieringsstrukturer og prinsippal-agent problemer. Den moderne beskrivelsen av EMH åpner for at det kan eksistere lønnsom arbitrasjeaktivitet i markedet basert på utnyttelse av komparative fortrinn. Slike fortrinn kan være spesialisert kunnskap, lavere transaksjonskostnader, lavere forvaltningskostnader eller kostnader knyttet til prinsippal-agent problemer, og en finansieringsstruktur som åpner for arbitrasjehandel i aktiva med lang verifikasjonshorisont. Slike arbitrasjehandler medfører at likvide verdipapirmarkeder generelt er relativt effisiente med hensyn til at prisene reflekterer all tilgjengelig informasjon, selv om det er enkelte avvik («anomalier»). Følgelig kan en betrakte avveilingen mellom passiv indeksering og aktiv forvaltning som en beslutningsvariabel, hvor den optimale tilpasningen generelt vil avhenge av oppfatninger om eksistensen av og potensialet knyttet til forvalterens dyktighet, prisingen på verdipapirene i det aktuelle markedet, investors tidspreferanser og risikoaversjon, samt forvalters kompetanse og belønningssystem.

Gjennomgangen av de empiriske studiene av EMH er delt i to: Tester av priser og tester av forvaltere og institusjonelle investorer. Tester av teorien basert på historiske priser i aksje- og obligasjonsmarkedene har i enkelte tilfeller gitt resultater som strider med konklusjonen om effisiens, noe som kan tyde på at EMH ikke holder i alle markeder til enhver tid. Grunnlaget for disse testene er en prisingsmodell som representerer en

«riktig» pris på et verdipapir i form av eksponering mot et sett av felles risikofaktorer. Den enkleste av disse modellene er CAPM («*Capital Asset Pricing Model*»), og den mest brukte i senere tid, er en multifaktormodell betegnet ATP («*Arbitrage Pricing Theory*»). ATP modellen påstår at investoren vil bli kompensert i form av høyere avkastning for å akseptere risikoen som følger av eksponering mot disse faktorene.

Både CAPM og ATP understreker betydningen som risikofaktorene spiller ved fastsetting av forventet framtidig avkastning på en investering. Tester av EMH basert på dette modellapparatet er imidlertid implisitt en felles test av prisingsmodell og markedseffisiens. En stor del av debatten omkring EMH har i det siste fokusert på hvorvidt slike brudd må tolkes som ineffisiens, eller om det gjenspeiler manglende evne til å identifisere og spesifisere relevante risikofaktorer. Brudd på EMH som er basert på pristester vil like fullt være relevant for fondet, ettersom slike brudd kan angi mulige avkastningskilder, uavhengig av om disse er faktorbasert eller basert på ineffisiens i prisingen.

Dersom referanseporteføljen utelukkende er en markedsvektet portefølje bestående av alle omsatte verdipapirer, kan aktiv forvaltning (definert som avvik fra disse markedsvektene) være formålstjenlig for å skaffe eksponering mot risikofaktorer som ikke fanges opp av markedseksponeringen. Innenfor ATP modellen kan dette også tolkes som passiv eksponering mot andre systematiske risikofaktorer. Teori og empiri støtter opp under at investorene over tid blir kompensert for å ta systematisk risiko, for eksempel gjennom å investere i «verdiaksjer» i forhold til «vekstaksjer» eller å ta volatilitetsrisiko. I tilfellet med flere systematiske risikofaktorer forkaster empiriske studier klart at markedsporteføljen er effisient, og andre statiske eller tidsvarierende kombinasjoner av aktiva gir et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko.

Testing av strategier som søker å skape ren «alfa» mot historiske data indikerer at det finnes en rekke potensielt lønnsomme investeringer. Flere forhold gjør imidlertid at disse strategiene har begrenset overføringsverdi til fondet i forvaltningen framover. For det første representerer disse strategiene en simulert, og ikke en faktisk oppnådd avkastning. Det tas heller ikke høyde for transaksjonskostnader, forvaltningskostnader og markedspåvirkning. For det andre lider denne typen studier av potensielle skjevheter når det gjelder «datagraving». Videre innebærer endrede

markedsforhold, herunder variasjon i arbitrasjeaktivitet over tid, at det er vanskelig å ekstrapolere resultatene framover i tid. Til slutt er flere av de påvist lønnsomme avvikene ikke skalerbare, og kan ikke gjennomføres i det omfang som er relevant for fondet.

Den andre delen av del I gjennomgår tester av EMH basert på informasjon om forvaltere og institusjonelle investorer. Disse testene er mer relevante for fondet enn tester basert på prisingsmodeller siden de gjenspeiler forvalters rolle som mellommann i investeringene. Mange av studiene av dyktighet i forvaltningen er imidlertid basert på aksjefond som har en kostnadsstruktur og et grunnlag for å skape verdier som avviker betydelig fra det som gjelder for fondet. Disse studiene har dermed begrenset nytte i en sammenlikning. Nyere teori og empiri tyder på at enkelte forvaltere er dyktige og gjør det bedre enn markedet, før forvaltningskostnader. Det finnes imidlertid ikke statistisk belegg for en konklusjon om at dyktighet omsettes i merverdi til oppdragsgiver. For aksjefond er avkastningen etter kostnader og alfa i gjennomsnitt null eller negativ. Mens et gjennomsnittlig aksjefond typisk gjør det dårligere enn en passiv portefølje på risikojustert basis etter forvaltningskostnader, er det støtte for at noen forvaltere er bedre enn andre.

Ser en på andre deler av forvaltningsindustrien enn aksjefond, er det i den empiriske litteraturen enkelte tegn til positiv risikojustert avkastning etter forvaltningskostnader i hedgefond, der høytlønte forvaltere handler aktivt i omsettelige verdipapirer. Det må imidlertid tas forbehold om kvaliteten og lengden på disse dataseriene, samt at markedet for hedgefond-tjenester er i endring. Dette gjør det vanskelig å ekstrapolere slike konklusjoner framover. Derimot finnes det lite overbevisende støtte for risikojustert meravkastning i aktive eierfond (private equity) og i oppstartsfond (venture capital). Selv om enkelte studier antyder persistens i dyktighet, er det ikke mulig å trekke konklusjoner på grunnlag av tilgjengelig data på dette punktet. I eiendomssektoren er det ikke nok tilgjengelig informasjon til å vurdere hvorvidt forvaltere har skapt verdi på en risikojustert basis.

Innenfor annen type institusjonell forvaltning, slik som store «endowments», pensjonsfond og statlige investeringsfond er det enda mindre belegg for at aktiv forvaltning kan skape positiv risikojustert meravkastning. Enkelte amerikanske fond oppnådde svært gode resultater i forkant av finanskrisen gjennom en investeringsstrategi basert på alternative aktivaklasser. Det hevdes at

lang tidshorisont gjorde at disse fondene kunne fokusere på alternative aktivaklasser. De fleste undersøkelser indikerer at forvaltere av pensjonsfond ikke er i stand til på forhånd å identifisere de beste forvalterne, samtidig som forvalterne i liten grad evner å skape risikojustert meravkastning. De få studiene av statlige investeringsfond som er basert på investeringer i noterte verdipapirer viser at aksjekursene reagerer positivt når et statlig investeringsfond investerer, men de langsiktige resultatene av disse investeringene er ikke spesielt gode.

Oppsummert kan man si at EMH er blitt videreutviklet gjennom de siste tiårene med sikte på å ta hensyn til kostnader knyttet til informasjonsinnhenting, transaksjonskostnader, finansieringsstrukturer og kostnader knyttet til prinsipal-agent problemer. Tester av teorien basert på prissettingsmodeller har dokumentert brudd, noe som tyder på at aktiv forvaltning kan ha et potensial til å tilføre verdi i en bred portefølje, men at det er vanskelig å identifisere gode aktive forvaltere som konsistent slår markedet.

Oppsummering: Del II

Del II evaluerer NBIMs historiske resultater i den aktive forvaltningen. Evalueringen er basert på en kvantitativ analyse av data levert av NBIM, og på møter med NBIM for å belyse strategien og filosofien som ligger til grunn for den aktive forvaltningen. Vi analyserer resultatene for fondet samlet, for de to aktivaklassene renter og aksjer for seg, og for henholdsvis intern og ekstern forvaltning innenfor hver aktivaklasse. Analysen er basert på månedlige avkastningstall for perioden fra januar 1998 til september 2009.

Etter vårt syn skal NBIM levere to tjenester til kunden, det norske folk og framtidige generasjoner i Norge. For det første skal NBIM levere en avkastning i tråd med avkastningen på referanseporteføljen fastsatt av Finansdepartementet. Sammensetningen av denne referanseporteføljen gjenspeiler et ønske om å sikre en bred diversifisering av den samlede porteføljen. Referanseporteføljen er utformet som en allokering basert på region og aktivaklasse, og er ment å være en omsettelig verdipapirportefølje. Referanseporteføljen kan dermed betraktes som et realistisk alternativ til aktiv forvaltning. NBIM sikter mot å levere referanseporteføljens avkastning på en operasjonelt sikker og transparent måte til lavest mulig kostnad for kunden.

For det andre leverer NBIM aktiv forvaltning som søker å skape en positiv risikojustert avkastning utover referanseporteføljens avkastning etter fradrag for forvaltningskostnader. NBIM forfølger dette målet gjennom en kombinasjon av intern og ekstern forvaltning, og en innretting av forvaltningen der en utkontrakterer mange av støttefunksjonene («back-office» funksjoner). Fondet har derfor interne porteføljeforvaltere og tradere, samt eksterne forvaltere som er engasjert gjennom spesifikke mandater der en har fastsatt en referanseportefølje.

NBIM implementerer i hovedsak den aktive forvaltningen på to måter. Den første måten er beslutningen om å avvike fra de strategiske faktorvektene (f.eks. et midlertidig avvik fra den fastsatte aksjeandelen), mens den andre måten er beslutningen om å ha en annen vekting av verdipapirene i porteføljen enn det som følger av referanseporteføljens vekter, basert på fundamental analyse. Disse to måtene tilsvarer «timing» og verdipapirseleksjon, hvor sammenlikningsgrunnlaget er fondets referanseportefølje. Denne tilnærmingen anvendes for både intern og ekstern forvaltning. Fundamental analyse og eksponering mot risikofaktorer har helt forskjellige utgangspunkt: Fundamentalanalyser ser på investeringer ut fra et «bottom-up» perspektiv ved at en søker å identifisere attraktive selskaper og verdipapirer, som deretter aggregeres opp til porteføljenivå. Eksponering mot risikofaktorer er basert på et «top-down» perspektiv der en først velger ulike risikofaktorer og deretter skaffer eksponering mot disse gjennom handel i verdipapirer. På bakgrunn av NBIMs tilnærming til verdiskaping er det naturlig å reise problemstillingen om NBIM har kapasitet og evne til å generere verdi internt, samt om de er i stand til å identifisere eksterne forvaltere som tilfører fondet verdi. Den kvantitative analysen tar utgangspunkt i denne problemstillingen.

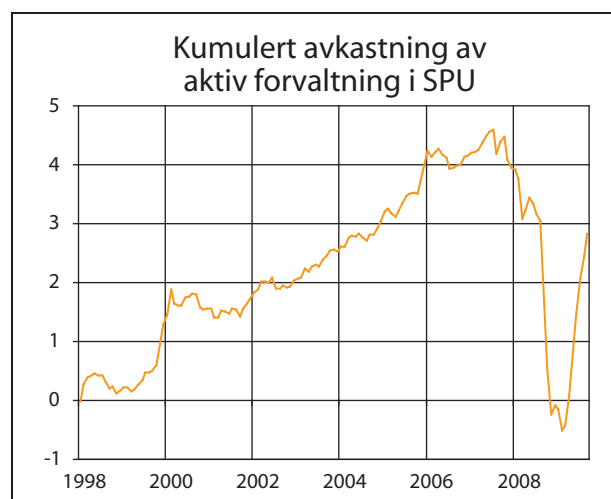
Vi definerer «aktiv avkastning» som den delen av avkastningen som måler bidraget fra aktiv forvaltning, og kan uttrykkes som differansen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen på referanseporteføljen. Hvis fondet holder referanseporteføljen, vil den aktive avkastningen dermed være lik null.

Et alternativt mål på bidraget fra aktiv forvaltning er konstantleddet, eller «alfa», i en regresjon av den faktiske avkastningen på referanseporteføljens avkastning. Dette alternative målet og den gjennomsnittlige aktive avkastningen (slik som definert ovenfor) vil være lik når «beta» for porteføljen er lik én. I de fleste tilfeller er fondets beta

svært nær én, men vi velger likevel å fokusere på den aktive avkastningen framfor «alfa» siden et avvik fra beta lik én også kan ses på som en aktiv investeringsbeslutning.

Vi stiller i rapporten spørsmålet om hvorvidt fondets aktive forvaltning har vært vellykket. Figur 3.1 nedenfor plottes akkumulert aktiv avkastning for fondet totalt, som er den akkumulerte summen av månedlig aktiv avkastning fra begynnelsen av perioden (januar 1998). Enheten på y-aksen er prosent. Den akkumulerte aktive avkastningen trender generelt sterkt oppover før den faller brått i begynnelsen av 2008. Det synes dermed å være et brudd rundt begynnelsen av 2008. I vår analyse undersøker vi perioden fram til og med desember 2007 («utvalget pre-2008») separat fra analysen basert på hele perioden fra januar 1998 til september 2009, og som dermed fanger opp den globale finanskrisen. Vi er oppmerksomme på de skjevheter som kan oppstå som følge av at analysen er betinget på et bestemt sluttidspunkt, og vi utfører derfor også analyser som er basert på informasjon opp til hvert tidspunkt i utvalgsperioden.

Tabell 3.1 nedenfor viser gjennomsnittsverdien for den aktive avkastningen for fondet samlet og for de to delporfolioene renter og aksjer. I hele perioden sett under ett er det oppnådd en gjennomsnittlig aktiv avkastning for fondet samlet på 0,02% per måned, med en p-verdi (som tester hvorvidt dette estimatet er lik null) på 0,57. Vi kan dermed ikke finne statistisk belegg for signifikant meravkastning for hele perioden sett under ett.



Figur 3.1 Figuren plottes kumulert aktiv avkastning, som er summen av månedlig aktiv avkastning fra begynnelsen av perioden for fondet samlet. Enheten på y-aksen er kumulert månedlig prosentvis avkastning.

Tabell 3.3 Faktorer som brukes i analyse av aktive avkastninger

TERM	Differansen mellom avkastningen på amerikanske statspapirer med lang og kort løpetid
CREDITAa	Differansen mellom avkastningen på Aa- og statsobligasjoner
CREDITBaa	Differansen mellom avkastningen på Baa- og Aa-obligasjoner
CREDITHY	Differansen mellom avkastningen på høyrente- og Baa-obligasjoner
FXCARRY	Fanger opp carry trade ved å investere i valutaer med høy rente og korte valutaer med lav rente
LIQUIDITY	Reflekterer perioder med høy og lav likviditet
VALG RTH	Differansen i avkastning mellom «verdiaksjer» og «vekstaksjer»
SMLG	Differansen i avkastning mellom små og store selskaper
MOM	Fanger opp momentumeffekten knyttet til å være long amerikanske aksjer med tidligere høy avkastning og short aksjer med tidligere svak avkastning
VOL	Fanger opp differansen mellom implisert og realisert volatilitet

Disse faktorene fanger opp de viktigste systematiske faktorene som har blitt identifisert i litteraturen til å ha signifikant forklaringskraft for variasjonen i avkastningen eller gjennomsnittlig avkastning, eller begge deler. Faktorene omfatter de viktigste risikodimensjonene i finansmarkedene, bortsett fra avkastningen på markedsporteføljen som er fanget opp i referanseporteføljen.

Tabell 3.4 nedenfor viser den partielle korrelasjonen mellom faktorene som er listet opp i tabell 3.3, og den aktive avkastningen for renteporteføljen (venstre panel), samt for aksjeporteføljen (høyre panel). For renteporteføljen er de aksjerelaterte faktorene VALGRTH, SMLG og MOM ikke tatt med. Tilsvarende er de renterelaterte faktorene TERM osv. ikke tatt med for aksjeporteføljen.

Resultatene avslører en svært viktig egenskap ved fondets aktive avkastning. Den aktive avkastningen for både renter og aksjer er sterkt knyttet

til mange av faktorene, noe som innebærer at en signifikant andel av det marginale bidraget fra aktiv avkastning til totalavkastningen kunne blitt replikert gjennom et begrenset antall porteføljer sammensatt for å etterligne egenskapene til faktorene i tabell 3.3. Resultatene viser at omlag 70% av all aktiv avkastning kan forklares ved eksponering mot systematiske faktorer for hele perioden sett under ett. Det er hensiktsmessig at fondet har eksponering mot disse faktorene: De er knyttet til risikopremier som fondet som en langsiktig og tålmodig investor kan søke å høste over tid, på samme måte som fondet gjennom eksponering mot markedsporteføljen har søkt å høste en aksjerisikopremie.

Et viktig spørsmål knyttet til risikostyringen i fondet er om den svært lave aktive avkastningen i 2008 kunne ha vært forutsett. Spørsmålet er ikke om den kunne ha vært perfekt forutsett, men om man kunne sett for seg muligheten for betydelig

Tabell 3.4 Eksponering i aktiv avkastning mot systematiske faktorer

	Renteforvaltningen		Aksjeforvaltningen	
	Partiell korrelasjon	P-verdi	Partiell korrelasjon	P-verdi
TERM	-0,21	0,01		
CREDITAa	0,35	0,00		
CREDITBaa	-0,33	0,00		
CREDITHY	-0,01	0,92		
FXCARRY	-0,04	0,64		
LIQUIDITY	0,35	0,00		
VALGRTH			-0,56	0,00
SMLG			0,41	0,00
MOM			0,02	0,80
VOL	0,37	0,00	0,28	0,00

negativ avkastning, og om det hadde vært mulig å beregne sannsynligheten for denne hendelsen.

En måte å besvare dette spørsmålet på er å anvende en flerfaktormodell, dvs. å estimere følsomheten i den aktive avkastningen for faktorene listet opp i tabell 3.3. Ved å bruke data som ville ha vært tilgjengelig rett før perioden med svært dårlig aktiv avkastning i 2008, finner vi noe overraskende at de svært svake resultatene i kjølvannet av kollapsen i Lehman kunne ha blitt forutsett i signifikant grad, betinget av realisasjonene av faktorene i tabell 3.3. Dette gjelder både ved bruk av estimerte faktoreksponeringer per desember 2007 for fondet samlet og estimerte faktoreksponeringer etterhvert som data ble tilgjengelig gjennom 2008. Vi finner også noe støtte for at NBIM på en vellykket måte har endret enkelte faktoreksponeringer gjennom krisen og dermed unngått tap, særlig i aksjeporteføljen, som kunne ha vært langt mer omfattende dersom faktoreksponeringene hadde vært holdt konstante i 2008 og 2009 på det nivået de hadde i desember 2007.

De viktigste faktorene som forklarer den sterkt negative avkastningen i fondet totalt gjennom finanskrisen, og særlig i renteporteføljen, er de som fanger opp likviditet og volatilitet. Faktorer som likviditet og volatilitet har tidligere gitt sjeldne, men betydelige tilfeller av negativ avkastning. Det ville gitt et viktig bidrag til vurderingen av risikoen i fondet dersom en hadde tatt hensyn til dette og graden av fondets eksponering mot disse faktorene. Fondets tap i den aktive forvaltningen i 2008 og deler av 2009 kan dermed sies å være på linje med det en skulle forvente gitt eksponeringen mot likviditet, volatilitet og andre faktorer. Sagt på en annen måte, dersom faktoreksponeringene før 2008 og under finanskrisen hadde vært kommunisert, og eieren av kapitalen hadde hatt kjennskap til potensialet for negativ avkastning som følge av disse faktorene, ville fondets tap i 2008 ikke ha vært overraskende og ville ha vært innenfor grensene for forventet tap.

Del II vurderer også fondets prosess for risikobudsjettering basert påvirkemåten til den realiserede relative volatiliteten. Omfanget av aktiv risiko siden 1998 har vært 0,25% pr. måned, som er betydelig under grensen på 0,43% pr. måned i fondets regelverk. Grensen for relativ volatilitet ble overskredet etter 2007, men dette skyldtes sannsynligvis estimering av prognostiserte avvik med bare historiske data som er observert hittil. En stor del av økningen i relativ volatilitet etter 2007 skyldes økt volatilitet i faktoreksponering for aktiv risiko.

Fondets risikostyring er basert på at eieren av kapitalen fastsetter retningslinjer for forvaltningen overfor NBIM om at fondet skal ha en diversifisert portefølje med utgangspunkt i en fastsatt referanseportefølje. Det er også fastsatt en årlig grense (relativ volatilitet) for hvor mye avkastningen kan avvike fra avkastningen på denne referanseporteføljen. Denne risikogrensen er en øvre grense, og ikke et mål, slik at en ikke vil forvente noe avvik fra referanseporteføljen og denne risikobudsjetteringen. Dette definerer implisitt snarere enn eksplisitt et system av risikorammer. Et slikt tvetydig system har etter vårt syn to ulemper. For det første kan det bidra til overdreven risikoaversjon fra NBIMs side. Uten et fastsatt mål er det vanskelig å kritisere forvalter for å underutnytte handlingsrommet for aktiv forvaltning, men ikke motsatt. For det andre er systemet ikke robust overfor endrede markedsforhold. Perioder med høy volatilitet kan føre til at forvalter reduserer sine aktive posisjoner når markedsrisikoen øker. Vi anbefaler på denne bakgrunn at det innføres et mål eller bånd for relativ volatilitet snarere enn en streng øvre grense. Vi anbefaler videre at relativ volatilitet kun brukes som en risikoramme for markedsporteføljer som består av likvide, omsettelige verdipapirer. Dette er nærmere belyst i del III.

I evalueringen av den eksterne forvaltningen er den kvantitative analysen utelukkende basert på den aktive forvaltningen hos eksterne forvaltere, mens vi kvalitativt kommenterer NBIMs utvelgelse av eksterne mandater. Vi er i liten grad kjent med hvordan referanseporteføljene for de eksterne mandatene er fastsatt. I prinsippet kan enkelte av disse beslutningene være aktive investeringsbeslutninger fra NBIMs side, men vi har ikke grunnlag for å vurdere om disse beslutningene skaper verdi. Analysen av ekstern forvaltning fokuserer derfor på aktiv avkastning, dvs. faktisk avkastning relativt til mandatenes referanseportefølje. Vi finner at ekstern aksjeforvaltning sett under ett har vært moderat vellykket, mens den aktive avkastningen i ekstern renteforvaltning har vært svært dårlig. Selv om kostnadene til eksterne forvaltere er lave, indikerer den betydelige graden av eksponering mot systematiske faktorer at den eksterne aktive forvaltningen ikke reflekterer noen særlig stor grad av unik forvaltningskompetanse.

Oppsummert kan en si at aktiv forvaltning ikke har redusert verdien av fondet, men at bidraget fra den aktive forvaltningen utgjør bare en svært liten del av den totale risikoen i fondet. Fram til og med desember 2007 har aktiv forvalt-

ning bidratt med en liten, men sterkt signifikant andel av fondets samlede avkastning. Imidlertid kan en stor andel av dette bidraget forklares med eksponering mot systematiske faktorer. Vår anbefaling er at disse eksponeringene generelt sett er hensiktsmessige, men at de bør bygges inn i fondets referanseportefølje. Vi anbefaler at fondets gjennomsnittlige eksponering mot disse faktorene bør være en «top-down» beslutning framfor å være et biprodukt av aktiv forvaltning basert på en «bottom-up» tilnærming. Disse temaene blir omtalt i del III.

Oppsummering: Del III

Del III vurderer om og i hvilken utstrekning fondet har komparative fortrinn som rettferdiggjør å bruke betydelige ressurser på aktiv forvaltning. Dette omfatter en vurdering av muligheter, utfordringer og spesifikk kapasitet og evner knyttet til dagens aktivaklasser og nye aktivaklasser. I tillegg til denne vurderingen, foreslås det i denne delen strategier som utnytter fondets komparative fortrinn. Strategiene er beskrevet gjennom avkastningsfordeling, verifikasjonshorisont, mulige kompensasjonsmodeller for forvalter, samt evalueringstiler.

Vi mener at fondet har flere særtrekk som bidrar til at fondet kan oppfylle sitt formål. For det første innebærer graden av transparens og et langsiktig investeringsmandat en fordel gjennom at det sikrer ansvarlig forvaltning og gir et grunnlag for på løpende basis å evaluere strategiske investeringsbeslutninger og resultatmåling. For det andre innebærer fondets størrelse stordriftsfordeler, muligheten til å påvirke ledelsen i selskapene fondet er investert i, og potensiell tilgang til verdens beste forvaltere. For det tredje innebærer den langsiktige tidshorisonten og fraværet av kortsiktige likviditetsbehov at fondet har et komparativt fortrinn når det skal vurdere investeringer i aktiva med lang verifikasjonshorisont. For det fjerde er det et komparativt fortrinn at NBIM er en norsk kapitalforvalter som er organisert innenfor sentralbanken (Norges Bank), med en sterk bevissthet knyttet til rollen som offentlig tjenesteyter. Dette fortrinnet må ses i sammenheng med at organiseringen bidrar til å redusere prinsippal-agent problemet, som er den sentrale utfordringen ved delegert kapitalforvaltning. Til slutt innebærer separate regnskap for eksterne forvaltere at fondet kontinuerlig får tilgang til detaljert informasjon, noe som gjør at det kan overvåke sin

finansielle posisjon og vurdere fondets risikoeksponering.

Disse særtrekkene har samtidig potensielle ulemper. Transparens og ansvarlighet krever aktiv kommunikasjon for å forene forventningene om forvaltningen av fondet og resultatene i forvaltningen. Dette kan medføre at en tar mindre risiko i forvaltningen. Fondets størrelse har også ulemper. På grunn av størrelsen er det vanskelig å slå markedet ettersom store investeringsbeslutninger må antas å ha en negativ priseffekt. Behovet for å diversifisere porteføljen globalt innebærer videre at fondet må investere i markeder med relativt sett høyere transaksjonskostnader. Størrelsen gjør det nødvendig å bruke en rekke eksterne tjenesteleverandører, noe som øker kostnadene ytterligere.

Vurderingen ovenfor av fondets komparative fortrinn danner grunnlag for en gjennomgang av dagens forvaltning og en vurdering av mulige strategier som utnytter disse fortrinnene.

Vår analyse indikerer at NBIM baserer den aktive forvaltningen på valg av enkeltpapirer basert på fundamental analyse, dvs. en «bottom-up» tilnærming. Vi er ikke sterke tilhengere av denne formen for aktiv forvaltning, som går ut på å skape verdi utover det som følger av rene faktorbaserte referanseporteføljer. Dette må ses i sammenheng med at den empiriske litteraturen (omtalt i del I) gir begrenset støtte til at en kan tilføre verdi gjennom dyktighet knyttet til utvelgelse av verdipapirer. Men dersom kostnadene for denne typen aktiv forvaltning er lave, vil ikke slike aktiviteter nødvendigvis bidra til å redusere avkastningen, selv om de utgjør et marginalt bidrag til fondets samlede avkastning. Fundamental analyse kan imidlertid ha nytte i andre sammenhenger som fondet ønsker å legge vekt på, for eksempel i arbeidet med ansvarlige investeringer.

Når det gjelder vurderingene av strategier som utnytter fondets komparative fortrinn, foreslår vi at fondet legger større vekt på faktorrisiko. Vi anbefaler en mer «top-down» tilnærming til strategisk og dynamisk faktoreksponering. En slik tilnærming er basert på at en i likevekt forventer å bli kompensert for å ta ikke-diversifiserbar risiko. Dette kan sidestilles med det å få betalt en forsikringspremie for å bære risikoen knyttet til disse faktorene. Grunnlaget for vår anbefaling er basert på identifikasjon og konstruksjon av flere faktorer som bærer i seg en risikopremie, og at en bygger disse inn i fondets referanseportefølje framfor at å behandle dem som et avledet produkt av andre typer av aktive forvaltningsstrategier.

Forslaget er utformet med sikte på å utnytte fondets komparative fortrinn. For det første bygger den anbefalte tilnærmingen på fondets lange tidshorisont og fravær av kortsiktige likviditetsbehov. Faktorpremier kan, på tilsvarende måte som aksjepremien, bare gi konsistent lønnsomhet over lange tidshorisonter. Men de er i motsetning til annen type forvaltning ikke basert på at en kan identifisere feilprisede verdipapirer. Faktortilnærmingen utnytter samtidig fortrinnet knyttet til fondets styringsstruktur, ved at det eksisterer en transparent mekanisme for å fastsette eksponering mot risikopremier, på tilsvarende måte som for aksjepremien. Videre utnytter en at det er en bred forankring av viktige strategivalg og mulige utfall av disse valgene. Det vil være hensiktsmessig at eier av kapitalen fastsetter eksponeringen mot de systematiske risikofaktorene. Denne eksponeringen må i størst mulig grad bygges inn i referanseporteføljen og den må kommuniseres. Faktortilnærmingen utnytter også NBIMs velutviklede kapasitet og evner til å utvikle investerbare referanseporteføljer. I praksis kan en «top-down» faktorbasert tilnærming ses på som en forlengelse av fondets retningslinjer for aktivaallokering og av dagens forvaltning i NBIM. Fondets aktivaallokering er bestemt gjennom en avveining av avkastning og risiko knyttet til investeringer i obligasjoner og aksjer. En vurdering av ytterligere faktorer kan ses som en naturlig utvidelse av dette, og NBIM har kompetanse knyttet til å etablere indekser og drive løpende oppfølging av disse. Etter vår vurdering vil NBIM være godt egnet til å gjennomføre dette.

Som følge av mangel på investerbare referanseporteføljer for aksje- og renterelaterte risikofaktorer globalt, er det behov for intern implementering av faktorbaserte referanseporteføljer. NBIM bør etter vår oppfatning ha klare fordeler i den forbindelse ved at de kan holde gjennomføringskostnadene lave. Vi mener at faktorbaserte referanseporteføljer vil bidra til å skape klarhet med hensyn til kildene til avkastning og risiko. I del III i rapporten er det gjort rede for hvordan avkastnings- og risikoprofilen til en faktorbasert allokeringsstrategi kan beskrives i form av en sannsynlighetsfordeling. Liknende metoder kan brukes til å få grep om eiers grad av risikoaversjon for eksponering mot de ulike faktorene. Etter at en har identifisert den ønskede eksponeringen mot hver faktor, kan faktoreksponeringen eksplisitt bygges inn i fondets referanseportefølje.

Det er flere betydelige tekniske utfordringer knyttet til det å bygge faktoreksponeringer inn i

fondets referanseportefølje. For det første varierer den optimale referanseporteføljen over tid, og er ikke basert på markedskapitaliseringsvekter. Dette avviket fra markedsbaserte vekter kan ses på som vektleggingen av de ulike faktorbaserte risikopremiene. For det andre er referanseporteføljen «passiv» i den forstand at den er konstruert i henhold til et sett av regler, og dens sammensetning er forhåndsbestemt gjennom definisjonene av faktorene. Men den er «dynamisk» i den forstand at sammensetningen endrer seg oftere enn det en vil se i en standard indeks (S&P500 eller en FTSE-indeks). For det tredje, og dette er det viktigste punktet, fastsettes den ønskede mengden faktoreksponering av eieren av kapitalen.

Den «top-down» baserte faktortilnærmingen utelukker ikke bruk av aktiv forvaltning. Aktiv forvaltning kan ses på som to typer beslutninger. For det første en beslutning om å avvike fra de langsiktige strategiske faktorvektene (f.eks. et midlertidig avvik fra den strategiske vekten for aksjer). For det andre en beslutning om å holde en annen sammensetning av verdipapirene enn det som følger av vektene i den faktorbaserte referanseporteføljen. Disse to beslutningene tilsvarer «timing» og verdipapirseleksjon, der utgangspunktet er faktorporteføljene som utgjør fondets referanseportefølje. Den aktive forvaltningen vil bli definert og målt ut fra disse to dimensjonene.

Når det gjelder risikostyringen, anbefaler vi at det fastsettes et mål for relativ volatilitet framfor en øvre grense, og vi anbefaler også målfleksibilitet som tar hensyn til endrede markedsførhold. Relativ volatilitet bør bare brukes som et styringsverktøy i risikobudsjetteringen og i risikostyringen for likvide verdipapirer. Ut fra hensynet til intern evaluering av kostnader og resultater i den aktive forvaltningen, og kapasitet og evner til å drive timing og verdipapirseleksjon, anbefaler vi at det vedlikeholdes en intern oversikt over beslutninger knyttet til begge disse dimensjonene av aktiv forvaltning. Vi anbefaler også at de faktorbaserte referanseporteføljene måles mot en skreddersydd portefølje basert på markedskapitaliseringsvekter.

Vi anbefaler at de ulike forvaltningsstrategiene klassifiseres ut fra den tidshorisonten som reflekterer når lønnsomheten i disse strategiene vil bli realisert. For enhver strategi kan teorien innebære at de er lønnsomme på lang sikt, mens det på kort sikt kan forekomme lengre perioder med svake resultater. Vi foreslår tre evalueringshorisonter som fanger opp relativ likviditet og verifikasjonsperiode for de ulike strategiene. Rapportene

ring og resultater for hver av de tre typene bør separeres, selv om forvaltningen av porteføljen legger til grunn faktormodellen som et rammeverk for integrering av alle de tre typene investeringer. Rapportering av strategier og aktiva i kategorien for «lang tidshorisont» bør også legge vekt på andre mål enn avkastning, eksempelvis ulike mål på kontantstrømmer. Vi påpeker at mangelen på en slik differensiering når det gjelder tidshorisont svekker insentivene for NBIM til å ta aktiv risiko som skaper positive resultater på lang sikt.

For å gjennomføre prosessen anbefaler vi en rekke tiltak som skal iverksettes i en overgangsfasen. Dette innebærer å etablere en ny avdeling innen NBIM med ansvar for å etablere, kommunisere, vedlikeholde og implementere faktorporteføljer, og å bygge faktorene inn i referanseporteføljen for aktiv forvaltning.

Oppsummering: Konklusjon

Mandatet som ligger til grunn for denne rapporten tar utgangspunkt i spørsmålet om fondet skal drive med aktiv forvaltning. Hovedresultatet i rapporten kan derfor framstå som en overraskelse, og er samtidig det som er bakgrunnen for flertallet av våre anbefalinger, nemlig at fondet som en første tilnærming egentlig ikke er en aktivt forvaltet portefølje.

Aktiv avkastning, som i rapporten er definert som forskjellen mellom fondets faktiske avkastning og avkastningen på referanseporteføljen, utgjør en svært liten andel av fondets gjennomsnittlige avkastning og av risikoen i fondet. Videre kan det marginale bidraget fra aktiv forvaltning til fondets avkastning i vesentlig grad forklares ut fra eksponering mot en rekke systematiske risikofaktorer som likviditet og volatilitet. Fondets avkastning svarer dermed i stor grad til den avkastningen en kunne ha oppnådd ved å holde referanseporteføljen tillagt en i hovedsak passiv eksponering mot disse faktorene.

Dette resultatet reiser et viktig spørsmål om denne formen for risikoeksponering, som er dominert av referanseporteføljen og andre systematiske faktorer, er hensiktsmessig for fondet. Vårt syn, som støttes av gjennomgangen av den akademiske litteraturen og vurderingen av fondets særtrekk, er at dette er hensiktsmessig. Fondet kan velge å videreføre eller øke sin eksponering mot rent idiosynkratiske og informasjonsbaserte investeringsstrategier. Det er ikke belegg for at denne typen aktivitet har redusert fondets avkastning. Samtidig kan det bidra til å støtte opp under

andre mål som fondet har, blant annet innenfor arbeidet med ansvarlige investeringer. Hvis fondet derimot forblir veldiversifisert, er det stor sannsynlighet for at en betydelig andel av fondets aktive avkastning alltid vil være drevet av en eller flere systematiske faktorer.

En moderne tolkning av EMH utelukker ikke muligheten for at forvaltere kan være dyktige og skape verdier utover en risikojustert avkastning. Etter vår oppfatning bør selv et moderat ferdighetsnivå tilsi at en viss andel av porteføljen blir forvaltet aktivt. Enda viktigere i denne sammenheng er at en ikke bør tolke passiv forvaltning, dvs. fravær av aktiv forvaltning, dithen at fondet bare skal holde en fastsatt portefølje som replikerer en kombinasjon av globale aksje- og obligasjonsindekser. Med en slik tilnærming til aktivaallokering vil aksjeandelen i fondet gjenspeile investors risikoaversjon. Vi argumenterer for at en bør styrke fondets referanseportefølje ved å gå over til interne, skreddersydde referanseporteføljer som er basert på markedskapitaliseringsvekter.

Avhengig av preferanser og andre egenskaper, kan fondet velge å skaffe seg fast eller variabel eksponering mot andre risikofaktorer. Det valgte eksponeringsnivået mot faktorene vil avhenge av hvordan fondets toleranse for en bestemt faktor skiller seg fra andre markedsaktørers toleranse for faktoren. Dersom en eksempelvis mener at fondet har større evne til å bære volatilitetsrisiko – risikoen for at visse aktiva vil gjøre det dårlig i perioder med høy volatilitet – så bør fondet ha en positiv eksponering mot en volatilitetsfaktor. Gjennom å være investert i slike aktiva, vil fondet tilby forsikring til andre investorer: Ved å holde en større andel av aktiva med høy volatilitetsrisiko enn markedet, gir fondet andre investorer muligheten til å holde en relativt større andel av aktiva med lav volatilitetsrisiko. Risikopremien kan dermed tolkes som en forsikringspremie som fondet mottar fra andre investorer, som dermed får redusert sin eksponering mot aktiva som gjør det dårlig når markedsvolatiliteten er høy. På lang sikt vil en forvente at fondet oppnår en premie for å selge forsikring mot volatilitet til andre aktører, men motstykket er at fondet vil få relativt lavere avkastning i perioder med høy volatilitet.

Selv om prinsippet som ligger til grunn for denne tilnærmingen er den samme som prinsippet som er lagt til grunn for beslutning om aktivafordeling med 60% aksjer og 40% obligasjoner, er det en forskjell at det er andre faktorer som ikke er sterkt korrelert med aksjepremien og som gir en avkastning på risiko en tar på seg. Disse faktorene

innebærer en ytterligere mulighet for avkastning, og bør dominere alternativet om å øke aksjeandelen. Dette betyr at aksjerisiko er bare en dimensjon hvor fondet høster en risikopremie, og at fondet bør dra fordel av også andre risikofaktorer.

De viktigste særtrekkene ved fondet som har betydning for hvorvidt investeringsstrategien bør avvike fra en markedsvektet portefølje, er fraværet av kortsiktige likviditetsbehov, fondets svært lange tidshorisont og at fondet ikke har noen eksplisitte forpliktelser så lenge fondet har tilførsel av oljeinntekter. Disse særtrekkene er viktige fordi det er langs disse dimensjonene at fondet skiller seg mest fra gjennomsnittsinvestoren. Konsekvensen er at fondet bør kunne høste risikopremier ved å være eksponert mot aktiva som for eksempel er mindre likvide. Den lange tidshorisonten gjør også at fondet kan tåle perioder med kortsiktig negativ avkastning knyttet til faktorer som på lang sikt vil gi en positiv risikopremie, slik teorien forutsier og som data bekrefter. Disse faktorene kan omfatte volatilitets-, verdi/vekst-, kreditt- og likviditetsrisiko.

Vår hovedanbefaling er at både målene som brukes i oppfølgingen av NBIMs resultater og måten fondet forvaltes på i større grad bør tilpasses fondets risikobærende evne. I praksis er fondets resultater i stor grad bestemt av eksponering mot en rekke risikofaktorer, særlig volatilitet og likviditet, som beskrevet i del II. Vi foreslår at referanseporteføljene fastsettes med utgangspunkt i disse faktorene, dvs. faktorbaserte referanseporteføljer, framfor at porteføljen fastsettes ut fra geografi og aktivaklasse slik som i dag. Innenfor dette rammeverket blir fondets eksponering mot en bestemt faktor valgt av investor, på samme måte som dagens 60%/40% aksje- og obligasjonsallokering er fastsatt. En tilnærming med utgangspunkt i faktorbaserte referanseporteføljer vil også i prinsippet gjøre det enklere å inkludere, evaluere og overvåke nye aktivaklasser, for eksempel eiendom.

En viktig lærdom fra finanskrisen er at enkelte faktorer, som for eksempel likviditet og volatilitet, har en avkastningsfordeling som er svært skjeve og med lange venstrehaler. Med andre ord kan avkastningen på disse faktorene være relativt stabil mesteparten av tiden, men periodevis være svært

negativ. Vår analyse viser at fondet har eksponering mot faktorer med denne avkastningsprofilen. På grunn av fondets særtrekk er det hensiktsmessig med denne typen eksponering, fordi fondet kan forvente å få betalt på lang sikt gjennom de risikopremier faktorene gir opphav til. For å forstå både risikopremiene som fondet regner med å høste gjennom denne typen eksponeringer og risikoen i investeringene, må man ha en svært lang tidshorisont. Dette gjelder for alle anslag på risikopremier: Selv med 100 år med data vil standardavviket for aksjepremien være på om lag 2%. I den perioden vi har analysert i denne undersøkelsen, har realisert aksjepremie vært nær null.

Omlegging av forvaltningen av fondet til faktorbaserte referanseporteføljer vil være krevende, men vi tror det er gjennomførbart gitt NBIMs evner og kapasitet. I forvaltningen av fondet så langt framstår NBIM som en svært disiplinert forvalter i forstand av å kunne presist følge en indeks. Implementering av faktorbaserte referanseporteføljer innebærer konstruksjon av faktorene, utvelgelse av faktorene som skal bygges inn i den samlede referanseporteføljen, og å bestemme ønsket faktoreksponering. NBIM har vist evner i verdensklasse til å konstruere og vedlikeholde investerbare referanseporteføljer, og vi mener derfor at vi disse utfordringene kan håndteres. Den lave relative volatiliteten rundt fondets referanseportefølje støtter opp om den operasjonelle effektiviteten til NBIM med hensyn til å replikere risikofaktorer som omsettes i markedet.

Oppsummert konkluderer vår rapport med at risikoen som fondet har tatt, både før og under krisen, i det store og hele har vært hensiktsmessig på bakgrunn av fondets særtrekk og målsetting. Vårt forslag innebærer derfor ikke store endringer i disse risikoeksponeringene. Aktiv forvaltning har ikke redusert fondets avkastning, men har faktisk gitt et svakt positivt bidrag. I lys av betydningen som faktoreksponeringer allerede spiller for fondets avkastning, foreslår vi at fondet vurderer et rammeverk som mer eksplisitt anerkjenner strukturen i fondets avkastningsgenererende prosess via investeringer i faktorbaserte referanseporteføljer. Videre foreslår vi at både måten fondet følges opp på og organiseringen av virksomheten tilpasses dette nye rammeverket.

Vedlegg 4

Norges Banks aktive forvaltning av Statens pensjonsfond utland

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 23. desember 2009

Norges Banks aktive forvaltning av Statens pensjonsfond utland

Vi viser til Finansdepartementets brev av 31. august 2009 der Norges Bank blir bedt om å legge frem analyser og vurderinger av aktiv forvaltning som del av et samlet beslutningsgrunnlag som skal legges frem for Stortinget våren 2010. Videre ber departementet om at Norges Bank utarbeider en forretningsplan som bygger på de generelle rådene og vurderingene som banken kommer med. I dette brevet med vedlegg gir vi uttrykk for Norges Banks syn på aktiv forvaltning og beskriver hovedtrekkene i den strategien banken følger.

Statens pensjonsfond utland er et viktig redskap i den økonomiske politikken. Det er viktig i stabiliseringspolitikken. Når statens petroleumsinntekter plasseres i utlandet gjennom fondet, skjermes norsk økonomi for virkningene av svingninger i oljeprisen. Det bidrar også til at vi får en mer spredt næringsstruktur som er mindre avhengig av petroleumsaktiviteten. Fondet gjør det mulig å overføre deler av formuen staten har i form av petroleumsressurser til sparing og investeringer i de internasjonale finansmarkedene. Når staten som et gjennomsnitt over konjunktursyklusen årlig bruker den forventede realavkastningen på fondet, får også fremtidige generasjoner nyttiggjøre seg formuen. Den forventede realavkastningen har departementet anslått til fire prosent.

For et stort, veldiversifisert fond som Statens pensjonsfond utland vil forventet avkastning følge av ønsket risikonivå. Den viktigste enkeltbeslutningen i utformingen av strategien er valget av aksjeandel for fondet. Strategien som Finansdepartementet fastsetter, bygger på en vurdering av fondets langsiktige investeringsmuligheter. Valget av en strategisk aksjeandel på 60 prosent kan sikre god avkastning på lang sikt, og innebærer samtidig en relativt høy toleranse for kortsiktige svingninger i avkastningen.

Finansdepartementet uttrykker sin langsiktige investeringsstrategi gjennom en detaljert referanseportefølje for de ulike aktivaklassene i fondet. Valg av denne referanseporteføljen bestemmer langt på vei hvilken avkastning fondet vil oppnå over tid.

Norges Banks oppgave er å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader innenfor de rammer mandatet fra Finansdepartementet setter. Gjennom vår forvaltning tar vi sikte på å bygge en portefølje som gir et best mulig forhold mellom forventet avkastning og risiko. Dette kommer til uttrykk både i den operative forvaltningen av fondet og i de rådene vi gir til Finansdepartementet om fondets investeringsstrategi.

En aktiv forvaltningsstrategi tar utgangspunkt i at investeringsmulighetene i markedene varierer over tid. Med tidsvarierende investeringsmuligheter vil ikke referanseporteføljen representere den «riktige» porteføljen på noe tidspunkt. Norges Banks aktive valg øker i liten grad den samlede risikoen i fondet. Snarere tar de sikte på å øke avkastningen noe for det risikonivået eier har bestemt seg for å akseptere.

Fondets eier og Norges Bank som operativ forvalter har sammenfallende interesser. Dette er en særlig styrke ved forvaltningsmodellen for Statens pensjonsfond utland. I finansmarkedet for øvrig vil det være en interesse motsetning mellom sparere som ønsker å tjene penger på sine investeringer i fond og forvaltningsbedriften som ønsker å tjene penger på sine kunder. Fondets eier har en langsiktig tilnærming som gjør det mulig å forankre en aktiv investeringsstrategi som skiller oss fra en gjennomsnittlig investor. Stabilitet i rammevilkårene gjør det mulig å stå gjennom perioder med uventede bevegelser i kapitalmarkedene og store svingninger i resultatene.

Fondets to viktigste særtrekk er den langsiktige investeringshorisonten og den betydelige størrelsen. I vedlegget underbygger vi at forvaltning

gen gjennom aktive valg kan utnytte disse særtrekkene til fondets fordel.

Norges Bank har lagt til grunn at gjennomføringen av forvaltningsoppdraget krever et høyt ambisjonsnivå. Vårt mål er å sikre og bygge finansiell formue for fremtidige generasjoner gjennom en dyktig forvaltningsorganisasjon.

Vårt forvaltningsoppdrag kan deles i fem deler. Vi investerer nye midler i markedene med så lave kostnader som mulig. Når midlene er investert i markedene, må de forvaltes for å vedlikeholde markedsporteføljen på en kostnadseffektiv måte. Videre søker vi å bidra til å øke avkastningen gjennom aktive investeringsvalg og gjennom aktiv eierskapsutøvelse. Endelig gir vi Finansdepartementet råd om den langsiktige investeringsstrategien for fondet. Det er Norges Banks vurdering at et uttalt mål om høyest mulig avkastning innenfor mandatet er nødvendig for å sikre best mulig kvalitet i gjennomføringen av alle deler av oppdraget.

Når dette målet nedfelles som forventninger til ledere, avdelinger og de enkelte medarbeiderne, medfører det at alle må bidra til å øke kvaliteten på innsatsfaktorene i forvaltningen. Funksjonene for risikostyring og kontroll blir sterkere innenfor en slik ramme, og samlet sett mener vi dette reduserer den operasjonelle risikoen i forvaltningen av fondet. En organisasjon som sikter mot gjennomsnittet, vil oppnå måtelighet.

Som en stor eier i mange enkeltsselskaper har vi et ansvar for å utøve eierskapet på en god måte. En vellykket eierskapsutøvelse må bygge på prinsippene for god selskapsstyring. Den settes ut i livet i en langsiktig dialog med enkeltsselskaper og bygger på kunnskap om selskapets virksomhet og styringsstruktur. Denne kunnskapen finnes i den aktive forvaltningen, og muligheten for å oppnå resultater i eierskapsutøvelsen øker derfor med kvaliteten og kompetansen i denne delen av virksomheten. I gitte situasjoner kan eierskapsutøvelsen bidra til å bringe styringen av selskapet mer i tråd med våre intensjoner og dermed realisere underliggende verdier i selskapet som fondet kan hente ut gjennom aktiv forvaltning.

En passiv, informasjonsløs tilnærming til operative beslutninger fremstår som et alternativ uten en god teoretisk eller praktisk begrunnelse. De direkte kostnadene ved en slik forvaltning vil bare være noe lavere enn ved dagens modell. Vi vil heller ikke kunne oppnå referanseporteføljens avkastning. Norges Bank kan derfor ikke tilrå en passiv strategi for forvaltningen av fondet.

Omfanget og innretningen av de aktive strategiene vil over tid bestemmes av resultatene. Norges

Bank satte i 2001 et mål om en årlig verdiskaping fra aktiv forvaltning på 0,25 prosentpoeng. Dette målet lå forholdsvis høyt i forhold til den relative risikoen i forvaltningen. Etter 12 år med aktiv forvaltning er vår vurdering at erfaringene i hovedsak er gode. Den annualiserte årlige meravkastningen ut over referanseporteføljen er nå 0,22 prosentpoeng, nær målet. Resultatene underbygger at den aktive forvaltningen kan gi et viktig bidrag til den samlede avkastningen for fondet over tid. Norges Bank vil opprettholde sitt mål om å skape 0,25 prosentpoeng årlig meravkastning med videreføring av de rammebetingelser som nå gjelder.

Vår organisering av de aktive investeringsbeslutningene har vært basert på stor grad av spesialisering og diversifisering innenfor en struktur med delegert myndighet. Vi ser dette som organisasjonsmessige forutsetninger for en forvalter som vil lykkes med aktive investeringsvalg basert på analyse av selskaper og verdipapirer.

Gjennom finanskrisen var utslagene i våre resultater større enn vi ventet, og vi har trukket erfaringer av dette. I vår årsberetning for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland 2008 skriver vi om renteforvaltningen at:

«Selv om renteforvaltningen var diversifisert langs ulike typer obligasjoner og regioner og de aktive strategiene var lavt korrelert i normale markeder, avdekket finanskrisen at strategiene hadde en felles eksponering mot underliggende systematisk risiko. Store posisjoner som ble bygget opp i en situasjon der premien på likviditet og kreditt var lav, viste seg å falle samtidig i verdi når markedet ble drevet av store skift i verdsettingen av disse risikofaktorene.»

Med underliggende risiko mener vi at ulike posisjoner som tilsynelatende er uavhengige kan komme til å bli drevet av de samme utviklingstrekkene i unormale markeder. I kommunikasjonen av vår investeringsstrategi hadde vi lagt stor vekt på risikospredningen i forvaltningen og ikke i tilstrekkelig grad gardert mot at uavhengigheten i særskilte situasjoner kan bli svekket. Styrken i finanskrisen lå utenfor hva vi kunne vente. Siden mars 2009 har den relative avkastningen på vår forvaltning av obligasjoner vært svært høy etter som kredittpremiene, likviditetspremiene og frykten i markedet har falt tilbake mot normale nivåer. Finanskrisen viste at uavhengigheten i de aktive investeringsvalgene må sikres både ved den kvantitative risikostyringen og gjennom en mer robust kvalitativ vurdering av underliggende risiko.

Aktiv forvaltning vil eksponere fondet mot systematiske risikofaktorer i større eller mindre

grad. Forvaltningen og styringen av systematiske risiko må derfor være en del av vårt forvaltningsoppdrag. Enkelte systematiske risikofaktorer vil kunne gi store utslag i avkastningen på kort sikt. Det er viktig at en strategi som tar sikte på å utnytte systematisk risiko er godt kommunisert, forstått og forankret i styringsstrukturen. På lang sikt vil det trolig være en kostnad for fondet hvis vi ikke utnytter slike muligheter. Denne typen strategier kan bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Norges Bank må derfor ha en aktiv tilnærming til systematisk risiko. Vi vil ta sikte på å øke eksponeringene mot de systematiske risikofaktorene når premiene er høye og redusere når premiene er lave, snarere enn omvendt.

Norges Bank har i dag tre hovedstrategier for aktiv forvaltning. Vi tar aktive valg for å sikre en kostnadseffektiv forvaltning av markedsporteføljene for aksjer og rentebærende instrumenter. Denne strategien omtaler vi som forvaltning av markedsporteføljen. En annen hovedretning er strategier hvor vi tar risiko i enkeltsselskap, såkalte selskapsspesifikke eller fundamentale strategier. Aktiv forvaltning innebærer eksponering mot systematisk risiko. Vi har et aktivt forhold til denne typen risiko, som en del av den samlede porteføljestyringen. Disse tre hovedstrategiene for aktiv forvaltning vil bli videreført.

Vi forventer at risikoen i forvaltning av markedsporteføljen og de selskapsspesifikke strategiene vil dominere resultatene den nærmeste tiden. Forvaltning av markedsporteføljen forventes å gi et stabilt resultatbidrag i normale markeder. Avkastningsbidraget fra de selskapsspesifikke strategiene forventes å ha en forholdsvis jevn fordeling rundt gjennomsnittet. Aktive strategier for forvaltning av systematisk risiko kan bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko, men kan gi et større utslag i resultatene på kort sikt.

I 2009 har hovedstyret ytterligere styrket rammeverket og reglene for bankens kapitalforvaltning, som er organisert i en egen enhet, Norges Bank Investment Management (NBIM). NBIM forvalter i tillegg til Statens pensjonsfond utland også Statens petroleumsforsikringsfond og Norges Banks valutareserver. Investeringsmandatet til leder for NBIM setter regler for hva fondet kan investere i og hvor stor risiko NBIM kan ta i forvaltningen. Hovedstyret fastsetter dessuten prinsipper for risikostyring av kapitalforvaltningen. Prinsippene bygger på et felles rammeverk med en inndeling av risikotyper i fire ulike kategorier: markedsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko og

operasjonell risiko. Innen hver av disse risikokategoriene setter hovedstyret i mandatet til leder for NBIM mer konkrete risikorammer for virksomheten. Den månedlige, kvartalsvise og årlige rapporteringen fra NBIM til hovedstyret skal gjenspeile retningslinjene i investeringsmandatet.

Norges Banks syn på vår aktive forvaltning av Statens pensjonsfond utland kan oppsummeres som følger:

- Finansdepartementets langsiktige investeringsstrategi bestemmer i all hovedsak hvilken avkastning fondet vil oppnå over tid, og risikoen i forvaltningen av fondet. Den aktive forvaltningen tar sikte på å øke avkastningen noe for det risikonivået eier har bestemt seg for å bære.
- Det finnes ikke et nøytralt utgangspunkt som vi kan forholde oss passivt eller mekanisk til i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget. Den operative forvaltningen består av et stort antall løpende beslutninger som hver for seg har stor økonomisk konsekvens. Beslutningene må tas på et informert og analytisk grunnlag.
- En uttalt målsetting om å oppnå høyest mulig avkastning er nødvendig for å sikre best mulig kvalitet i gjennomføringen av alle deler i forvaltningen. Omfanget og innrettingen av de aktive strategiene forankres i Norges Banks hovedstyre, som setter rammer for hvilken risiko forvaltningen kan ta. Rammene setter grenser for hvor store svingninger som kan ventes i avkastningen i den aktive forvaltningen i normale tider. Rammene vil også begrense utslagene når usikkerheten råder i markedene.
- Det er mulig å skape verdi gjennom analyse av enkeltsselskaper og verdipapirer. For å lykkes, må vi dra nytte av stordriftsfordeler, kostnadsfortrinn, forhandlingskraft og kapasitet. Investeringsmulighetene varierer over tid. Med stabile rammebetingelser som sikrer en lang investeringshorisont, kan vi utnytte muligheter som mer kortsiktige investorer må la ligge. Det vil bedre forholdet mellom avkastning og risiko. Langsiktige investeringsstrategier må være godt kommunisert og forankret i styringsstrukturen, men utgjør det største potensialet i den aktive forvaltningen.
- Som en stor eier i enkeltsselskaper har vi et ansvar for å utøve eierskapet på en god måte. En vellykket eierskapsutøvelse må hvile på prinsippene for god selskapsstyring. Den settes ut i livet i en langsiktig dialog med enkeltsselskaper og den bygger på kunnskap om selskapets

virksomhet og styringsstruktur. Denne kunnskapen finnes i den aktive forvaltningen. Muligheten for å oppnå resultater i eierskapsutøvelsen øker med kvaliteten og kompetansen i denne virksomheten.

- Vår vurdering etter 12 år med forvaltning av fondet er at resultatene av den aktive forvaltningen i hovedsak er gode. Erfaringene tyder

på at aktiv forvaltning vil kunne gi et viktig bidrag til fondets avkastning på lang sikt.

Med hilsen

Svein Gjedrem

Yngve Slyngstad

Vedlegg (tilgjengelig på www.regjeringen.no/spf)

Offentlige institusjoner kan bestille flere eksemplarer fra:
Departementenes servicesenter
Post og distribusjon
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
www.publikasjoner.dep.no

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

Illustrasjonsfoto omslag: Jiri Havran

Publikasjonen er også tilgjengelig på
www.regjeringen.no

Trykk: 07 Oslo AS – 03/2010

