



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 23

(2015–2016)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2015



Innhold

Del I	Forvaltningen av Statens pensjonsfond	7	6.4	OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper	72
1	Innledning og sammendrag	9	6.5	Forventningsdokument om menneskerettigheter	72
2	Statens pensjonsfond utland: strategi og resultater	15	6.6	Utelukkelse av selskaper fra SPN mv.	73
2.1	Dagens investeringsstrategi	15	6.7	Justering av referanseindeksen ved utelukkelse av selskaper fra SPU	74
2.2	Resultater	20	6.8	Evalueringsav den nye ansvarsdelingen for utelukkelse av selskaper fra SPU	74
2.3	Kontroller	31			
3	Statens pensjonsfond utland: videreutvikling av strategi og forvaltning	33	Del II	Temaartikler	77
3.1	Innledning	33	7	Brutto meravkastning som resultatmål for forvaltningen ...	79
3.2	Investeringer i eiendom	33	7.1	Innledning	79
3.3	Investeringer i infrastruktur	41	7.2	Arbeidsdelingen mellom kapitaleier og forvalter	79
3.4	Nye krav til rapportering og styring av risiko	45	7.3	Sammenhengen mellom brutto meravkastning og netto verdiskaping	80
3.5	Vurdering av aksjeandelen	49	7.4	Risikojustering	80
3.6	Styringsstrukturen i Norges Bank	49	7.5	Oppsummering	82
4	Statens pensjonsfond Norge: strategi og resultater	50	7.6	Referanser	82
4.1	Dagens investeringsstrategi	50	8	SPUs referanseindeks for aksjer og obligasjoner	83
4.2	Resultater	51	8.1	Bakgrunn	83
4.3	Kontroller	58	8.2	Brede markedsindekser	83
5	Statens pensjonsfond Norge: videreutvikling av strategi og forvaltning	60	8.3	Aksjeindeksen	85
5.1	Unotert eiendom og infrastruktur	60	8.4	Obligasjonsindeksen	86
6	Ansvarlig forvaltning	62	Vedlegg		
6.1	Dagens rammeverk	62	1	Ord og uttrykk	88
6.2	Gjennomføring av arbeidet med ansvarlig forvaltning	65	2	Historiske tabeller	95
6.3	Klimahensyn og kullselskaper i SPU	69			



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 23

(2015–2016)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2015

*Tilråding fra Finansdepartementet 5. april 2016,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Solberg)*

Del I
Forvaltningen av Statens pensjonsfond

1 Innledning og sammendrag

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

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

Finansdepartementet legger i denne meldingen frem resultater og vurderinger av forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2015. Meldingen drøfter videreutvikling av strategien for investeringene, med vekt på unotert eiendom og infrastruktur. Den gjør også rede for arbeidet med ansvarlig forvaltning.

Fondets investeringsstrategi

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

Investeringsstrategien for SPU og SPN fremgår av fondenes mandater, og kommer bl.a. til uttrykk gjennom sammensetningen av referanseindeksene. I begge fond er det lagt opp til en aksjeandel på 60 pst. Aksjeandelen er valgt etter en avveining mellom langsiktig forventet avkastning og risiko. Obligasjoner står for den resterende delen av referanseindeksen for SPN. For SPU er det lagt opp til at inntil 5 pst. av fondet skal investeres i en egen eiendomsportefølje, mens andelen obligasjoner reduseres tilsvarende.

Norges Bank og Folketrygdfondet kan avvike noe fra referanseindeksene fastsatt av Finansdepartementet. Det gir forvalterne mulighet til å utnytte særtrekk ved fondene, som langsiktighet og størrelse, for å oppnå en høyere avkastning enn referanseindeksene. Det gir også mulighet for en kostnadseffektiv tilpasning til referanseindeksene.

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

Positive resultater i et urolig år

2015 var et urolig år i de globale finansmerkene. Året var preget av lave renter, fallende oljepris og svakere utsikter for fremvoksende markeder. Det var store svingninger i valutakurser og i avkastningen fra kvartal til kvartal. For 2015 sett under ett oppnådde SPU en avkastning på 2,7 pst., målt i fondets valutakurv. Det er en markert nedgang fra den høye avkastningen de siste årene. Eiendom hadde høyest avkastning, mens obligasjoner fikk nesten ingen avkastning.

Markedsverdien av SPU ved utgangen av året var 7 471 mrd. kroner, etter fradrag for forvaltningskostnader. Målt i norske kroner økte markedsverdien med drøyt 1 000 mrd. kroner i løpet av fjoråret. I tillegg til avkastningen i internasjonal valuta stod tilførsel av nye midler for om lag 50 mrd. kroner. Mer enn halvparten av økningen i fondsverdien skyldes en svekkelse av kronekursen, men påvirker ikke fondets internasjonale kjøpekraft.

Realavkastningen av SPU var i fjor 1,8 pst. etter at forvaltningskostnader er trukket fra. Siden 1998 og frem til utgangen av fjoråret har SPU hatt en årlig realavkastning på 3,7 pst. Hvert år mottar fondet løpende inntekter i form av aksjeutbytte, renteutbetalinger og leieinntekter. Denne kontantstrømmen kan ventes å være forholdsvis stabil over tid og var 193 mrd. kroner i 2015, tilsvarende 2,8 pst. av fondskapitalen.

Finansmerkene i Norden hadde i fjor høyere avkastning enn i verden for øvrig. Avkastningen av SPN var på 7,0 pst. målt i norske kroner. Aksjer fikk markert høyere avkastning enn obligasjoner. Mar-

kedsverdien av SPN ved utgangen av 2015 var på 198 mrd. kroner. Netto realavkastning var 4,7 pst.

Norges Bank og Folketrygdfondet har som mål å skape høyest mulig avkastning etter kostnader, innenfor rammene satt i mandatene. Avkastningen av SPU var i fjor 0,45 prosentenheter høyere enn referanseindeksen. Denne meravkastningen er høyere enn det som kan forventes over tid, gitt at avviket fra referanseindeksen er begrenset. Meravkastningen var høyest i forvaltningen av aksjer. Siden 1998 har den årlige meravkastningen vært på 0,26 prosentenheter. Samlet tilsvarer det om lag 82 mrd. kroner. SPN oppnådde i fjor en avkastning som var 0,48 prosentenheter høyere enn referanseindeksen, noe som er på linje med gjennomsnittlig årlig meravkastning siden 1998.

Den oppgitte meravkastningen er ikke fratrukket forvaltningskostnader. Referanseindeksens avkastning kan ikke oppnås kostnadsfritt. Anslag tyder på at forvaltningskostnadene i Norges Bank og Folketrygdfondet om lag er på linje med kostnadene som ville påløpt ved indeksforvaltning. Finansdepartementet har derfor lagt til grunn at den rapporterte meravkastningen er et rimelig mål på verdiskapingen i forvaltningen. Målt som andel av forvaltet kapital var kostnadene i fjor på 0,06 pst. i SPU og 0,09 pst. i SPN. Det er innenfor rammene fastsatt av Finansdepartementet og lavt sammenliknet med andre fond.

I evaluering av resultater kan en skille mellom meravkastning som forvalter har oppnådd ved å ta mer systematisk risiko og meravkastning som skyldes andre forhold. En slik tilnærming kan være nyttig for å få innsikt i hva som kan forklare meravkastningen sett i ettertid. Meravkastning som skyldes at forvalter har tatt høyere risiko kunne i teorien vært oppnådd mer effektivt ved å endre sammensetningen av referanseindeksen. Ulike modeller brukes til å forklare resultater, men gir ikke et entydig svar på hvordan risiko har påvirket resultatene eller hvilke tilpasninger av referanseindeksen som kan gjennomføres. I denne meldingen presenteres flere mål på risikojustert avkastning. Disse målene tyder på at Norges Bank og Folketrygdfondet har oppnådd god meravkastning for risikoen som er tatt i forvaltningen.

Resultatene i SPU og SPN er omtalt i avsnittene 2.2 og 4.2. Prinsippene for å måle resultater og risiko i forvaltningen er omtalt i en egen temaartikkel, se kapittel 7.

Usikkerhet om fondsverdien framover

Markedsverdien av SPU målt i kroner er nesten doblet i løpet av treårsperioden 2013–2015.

Avkastningen i disse årene har vært høy sammenliknet med avkastningen som kan forventes over tid. Det har også vært betydelig tilførsel av olje- og gassinntekter i denne perioden. Om lag halvparten av økningen i markedsverdien skyldes likevel svekkelse av kronen, som ikke gir fondet økt internasjonal kjøpekraft. Utviklingen i disse størrelsene er usikker. Flere forhold trekker likevel i retning av at en må forvente en svakere vekst i fondsverdien framover enn det vi har sett de siste årene.

Det internasjonale rentenivået har vært lavt og fallende i mange år. Det gjenspeiles i lav løpende avkastning på fondets lån til stater og bedrifter. Fallende renter har gitt fondet kursgevinster, men rommet for ytterligere gevinster er begrenset når rentene allerede ligger på et svært lavt nivå. Sentralbanken i USA startet å heve styringsrenten sent i fjor, mens sentralbankene i Storbritannia og euroområdet har signalisert at rentehevinger ligger et stykke frem i tid.

Fondsverdien påvirkes også av innskudd og uttak fra fondet. SPU er en integrert del av statsbudsjettet og det finanspolitiske rammeverket. Statens inntekter fra olje og gass overføres i sin helhet til SPU, mens bruken over statsbudsjettet over tid følger forventet realavkastning av fondet (handlingsregelen). Bruken av oljeinntektene er dermed frikoblet fra opptjeningen av dem. Det bidrar til å skjerme statsbudsjettet fra svingninger i oljeinntektene og til å legge til rette for en stabil utvikling i den norske fastlandsøkonomien.

De siste ti–femten årene har høy produksjon og høye priser på olje og gass bidratt til rask oppbygging av kapital i SPU. Produksjonen på norsk sokkel har trolig passert toppen, og de siste årene har oljeprisen falt markert. Det trekker ned statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. Samtidig er bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet trappet gradvis opp etter at handlingsregelen ble innført i 2001. I budsjettet for 2016 ble det oljekorrigerte underskuddet anslått til 209 mrd. kroner. Målt som andel av fondskapitalen er det godt innenfor handlingsregelens rammer. Kontantstrømmen fra olje og gass ble anslått til 204 mrd. kroner. Siden budsjettet ble lagt frem i fjor høst har oljeprisen falt ytterligere.

Allerede ved etableringen av det finanspolitiske rammeverket så en for seg en første fase med betydelig netto tilførsel og rask oppbygging av fondet, etterfulgt av en mye lengre periode med netto uttak og svakere vekst i fondets verdi. I fasen vi nå går inn i ligger det an til at det oljekorrigerte underskuddet delvis dekkes av de løpende inntektene i fondet i form av utbytte,

rente- og leieinntekter. Som følge av fallet i oljepriisen kom omslaget noen år tidligere enn ventet. Det kan samtidig ikke utelukkes at det fremover kan komme år med netto innskudd, avhengig av utviklingen i priser, produksjon og det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet.

I mange år har netto tilførsel bidratt til at kapitalen i SPU har økt år for år, også i perioder med lav avkastning. Framover må vi regne med at verdiutviklingen i all hovedsak bestemmes av avkastningen i de internasjonale finansmarkedene.

Unoterte investeringer

Investeringer i unotert eiendom og infrastruktur er et sentralt tema i årets melding. Finansdepartementet har utredet om andelen av SPU som investeres i eiendom bør økes og om det bør åpnes for investeringer i unotert infrastruktur. Det er også vurdert om det bør åpnes for unotert eiendom og infrastruktur i SPN. Departementet har mottatt råd fra Norges Bank og en ekspertgruppe (Van Nieuwerburgh, Stanton og de Bever) om omfanget og reguleringen av slike investeringer i SPU. Folketrygdfondet har gitt råd om SPN.

Investeringene i Statens pensjonsfond består i all hovedsak av noterte aksjer og obligasjoner. Referanseindeksene for aksjer og obligasjoner kan følges tett, til lave kostnader, og legger opp til å spre investeringene bredt for å redusere risiko. Resultatene og risikoen ved avvik fra referanseindeksen kan måles løpende. I det unoterte markedet er det ikke på samme måte mulig å spre risikoen gjennom bredt eierskap og lave eierandeler. Forvaltningen er mer kompleks. Den krever en annen og mer spesialisert kompetanse. Det finnes heller ingen gode referanseindekser for unoterte investeringer. Avkastning og risiko kan ikke måles løpende på samme måte som i det noterte markedet, ettersom verdiendringer bl.a. anslås ved taksering.

Unoterte investeringer kan i prinsippet bidra til høyere avkastning eller lavere risiko på to ulike måter. For det første kan unoterte investeringer over tid ha andre avkastnings- og risikoegenskaper enn tilsvarende noterte investeringer. Da vil en gjennomsnittsinvestor kunne forvente å tjene på å ta unoterte investeringer inn i porteføljen, enten gjennom bedre spredning av risiko eller høyere forventet avkastning. For det andre kan investorer med fortrinn i unoterte markeder skape meravkastning sammenliknet med gjennomsnittsinvestoren. Mulige fortrinn kan være tidshorisont, størrelse og kompetanse hos forvalter.

Investeringer i eiendom i SPU

I 2008 ble det bestemt at inntil 5 pst. av SPU skulle investeres i en egen eiendomsportefølje. Målet var bl.a. å spre risiko og høste premier fra mindre omsettelige eiendeler. Eiendomsporteføljen er fortsatt i en oppbyggingsfase og utgjorde vel 3 pst. av fondet ved utgangen av 2015. Norges Banks faktiske investeringer i eiendom inngår i fondets referanseindeks. En internasjonal, takstbasert indeks (IPD) for verdien av unotert eiendom er satt som avkastningsmål. Det er ikke mulig å investere i eiendom i tråd med indeksen.

Norges Bank og ekspertgruppen anbefaler å endre reguleringen av unotert eiendom i SPU. De peker på at dagens avkastningsmål er lite egnet, og at en heller bør benytte en referanseindeks sammensatt av noterte aksjer og obligasjoner. Det vil også gjøre det mulig å styre risikoen i eiendomsinvesteringene bedre enn i dag. Rapporten fra ekspertgruppen viser at det er usikkert om investeringer i unotert eiendom har gitt bedre spredning av risiko eller høyere forventet avkastning. Den peker også på at verdsettelsen av eiendom i dag er høy. Norges Bank bygger på andre analyser enn ekspertgruppen og mener at investeringer i eiendom over tid vil bedre forholdet mellom avkastning og risiko.

Finansdepartementet legger opp til å gå bort fra dagens bestemmelse om at inntil 5 pst. skal investeres i en egen eiendomsportefølje som inngår i referanseindeksen for SPU. Fondets referanseindeks vil dermed kun bestå av noterte aksjer og obligasjoner. Investeringene i eiendom vil da kunne måles mot en bredt sammensatt indeks som i utgangspunktet kan følges tett, og til lave kostnader.

Denne endringen innebærer at omfanget og innretningen av eiendomsinvesteringene vil bli bestemt av Norges Bank innenfor rammene fastsatt i mandatet fra Finansdepartementet. Det gjenspeiler at denne typen forvaltning krever spesialkompetanse og nærhet til markedene. Forventet avkastning vil være usikker og avhenge av forvalters fortrinn og valg av konkrete investeringer. En slik regulering gir samtidig en klar arbeidsdeling mellom Finansdepartementet og Norges Bank, lik den som ligger til grunn for andre strategier som innebærer avvik fra referanseindeksen.

For bedre å styre risikoen legger Finansdepartementet opp til at investeringene i unotert eiendom inkluderes i den eksisterende rammen for forventet relativ volatilitet, i tråd med forslag fra Norges Bank. Det innebærer at alle avvik fra refe-

ranseindeksen styres innenfor en helhetlig ramme for risiko.

Finansdepartementet legger i tillegg opp til å sette en øvre ramme for investeringene i *unotert* eiendom på 7 pst. av SPU. Avkastningen av eiendom kan i perioder utvikle seg forskjellig fra noterte aksjer og obligasjoner. Norges Bank må derfor innrette forvaltningen mot en lavere andel unotert eiendom for å unngå brudd med rammen og salg i en situasjon med store og plutselige fall i verdien av de noterte investeringene. Finansdepartementet mener en øvre ramme på 7 pst. vil gjøre det mulig for Norges Bank å innrette forvaltningen mot en andel unotert eiendom på anslagsvis 5 pst. av SPU over tid. Rammen er etter departementets syn stor nok til at det blir mulig å dra nytte av ev. stordriftsfordeler i dette markedet.

Investeringer i eiendom i SPU er omtalt i avsnitt 3.2.

Investeringer i unotert infrastruktur i SPU

Det er lite data for unotert infrastruktur, slik at det er vanskelig å vurdere om slike investeringer for en gjennomsnittsinvestor gir bedre spredning av risiko eller høyere forventet avkastning. Et annet spørsmål er om fondet har fortrinn for slike investeringer sammenliknet med andre investorer.

Ekspertgruppen og Norges Bank mener en åpning for unotert infrastruktur i utgangspunktet kan gi forvalter bedre investeringsmuligheter. Samtidig er det flere viktige forhold som etter Finansdepartementets syn trekker i motsatt retning.

Mange investeringer i infrastruktur er utsatt for stor regulatorisk eller politisk risiko. Det er vanlig med langvarige kontrakter der lønnsomheten påvirkes direkte av andre lands myndigheter, gjennom tariffer og andre rammebetingelser. De siste årene har det vært flere eksempler på at offentlige myndigheter har endret forutsetningene for slike investeringer gjennom reforhandlinger av inngåtte avtaler eller endringer i tilskuddsordninger.

Ved *unoterte* investeringer vil eierandelen i hver enkelt investering generelt være stor. Da blir også fondets investeringer mer synlige og lettere gjenstand for kritikk. Konflikter med andre lands myndigheter om regulering av transport, energiforsyning og andre viktige fellesgoder vil generelt være krevende, og innebærer risiko for fondets omdømme. Et åpent og politisk forankret statlig fond som SPU er etter departementets vurdering mindre egnet til å bære denne type risiko enn andre investorer. Høye transaksjonskostnader og lavere omsettelighet gjør det vanskeligere å selge

seg ut av unoterte investeringer hvis det skulle oppstå problemer.

Markedet for unotert infrastruktur er lite for SPU. Infrastruktur eies i hovedsak av offentlige myndigheter og er i liten grad tilgjengelig for investorer. Usikre anslag tyder på at unotert infrastruktur bare utgjør 0,5 pst. av det investerbare kapitalmarkedet i verden. Mesteparten av markedet for infrastruktur er notert på børs. Her skiller infrastruktur seg fra eiendom, der mesteparten av markedet er unotert. En åpning for investeringer i unotert infrastruktur ville derfor i mindre grad enn for eiendom økt fondets investeringsmuligheter.

Både ekspertgruppen og Norges Bank drøfter særtrekk ved fondet og mulige fortrinn hos forvalter. Slike fordeler er vanskelige å tallfeste. Norges Bank har bare noen års erfaring med unoterte investeringer og eiendom er fortsatt i en oppbyggingsfase. Finansdepartementet mener det vil være nyttig å høste mer erfaring fra dette arbeidet før en eventuelt utvider til flere typer unoterte investeringer.

Etter en samlet vurdering legger Finansdepartementet ikke opp til at det åpnes for at SPU kan investeres i unotert infrastruktur nå.

SPU har et finansielt mål og er ikke et instrument for å fremme statens investeringer i utviklingsland eller fornybar energi. Det er ingen finansiell begrunnelse for å åpne for investeringer i infrastruktur i disse delmarkedene alene. Risikoen i disse delmarkedene er større enn for øvrige investeringer i unotert infrastruktur. Et ønske om å investere på annet enn finansielt grunnlag bør skje med andre virkemidler enn SPU. Det er allerede mange offentlige ordninger for å fremme investeringer i utviklingsland og fornybar energi. Stortinget har dessuten anmodet Regjeringen om å forberede opprettelsen av Fornybar AS, som sammen med private skal kunne investere i selskaper som utvikler og benytter grønn teknologi. Regjeringen vil komme tilbake til Fornybar AS i revidert budsjett for 2016.

Investeringer i unotert infrastruktur i SPU er omtalt i avsnitt 3.3.

Unoterte investeringer i SPN

Folketrygdfondet har gitt råd om å åpne for unotert infrastruktur og eiendom i SPN. De mener flere investeringsmuligheter vil kunne bidra til å spre risikoen og øke avkastningen etter kostnader.

SPN investerer i hovedsak i Norge og noe i Norden for øvrig. Til forskjell fra SPU legger ikke investeringsstrategien for SPN opp til å spre inve-

steringene bredest mulig. Å åpne for unotert eiendom og infrastruktur vil isolert sett kunne bidra til å spre risiko. Det kan også oppnås på andre og enklere måter. Staten er allerede en stor eier av eiendom og infrastruktur i Norge. For staten er det lite hensiktsmessig å investere deler av SPN i unotert eiendom og infrastruktur for å oppnå bedre risikospredning.

Det norske markedet for investeringer i infrastruktur er lite og umodent. Investeringer i infrastruktur gjennom SPN vil mest sannsynlig være et resultat av at stat eller kommune selger slike eidelere. Det påvirker ikke den samlede risikoen for det offentlige, samtidig som kostnadene ved denne typen transaksjoner normalt er høye.

Unoterte investeringer krever normalt en annen og mer spesialisert kompetanse enn noterte investeringer. Det er usikkert om Folkestrygdfondet har stordriftsfordeler eller andre fortrinn for slike investeringer.

Etter en samlet vurdering legger Finansdepartementet ikke opp til å åpne for unotert eiendom og infrastruktur i SPN.

Unoterte investeringer i SPN er omtalt i kapittel 5.

Nye krav til rapportering og styring av risiko i SPU

Regjeringen legger vekt på at det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen av SPU. Fondet anses i dag å være blant verdens mest åpne fond. Åpenhet er viktig i seg selv og for styringen av og kontrollen med fondet.

Rammen for avvik fra referanseindeksen er økt noe fra 1. februar i år, i tråd med Stortingets behandling av fjorårets melding om Statens pensjonsfond. Samtidig har Finansdepartementet stilt nye krav til innramming av risiko og til mer detaljert rapportering om risikoen Norges Bank tar i forvaltningen. Norges Banks hovedstyre skal nå sette en øvre grense for mindreakkastningen som i ekstreme tilfeller kan forventes som følge av bankens investeringsstrategier.

Åpenhet legger til rette for en bred diskusjon og forståelse for forvaltningen av fondet. Det gir grunnlag for å vurdere resultatene i Norges Banks forvaltning. Åpenhet kan også styrke evnen til å holde fast ved lønnsomme, langsiktige strategier, også i perioder med lavere avkastning enn referanseindeksen. Mandatet stiller nå bl.a. krav om rapportering om investeringsstrategiene, kildene til mer- og mindreakkastning og resultatene av alle investeringsstrategier som medfører betydelige kostnader eller stor relativ risiko. Det er også stilt krav om at hovedstyret offentlig skal

vurdere resultatene i forvaltningen. De nye kravene til rapportering gjelder fra og med årsrapporteringen for 2015.

Kravene til rapportering og styring av risiko er omtalt i avsnitt 3.4.

Ansvarlig forvaltning

Statens pensjonsfond har overordnede finansielle mål, men skal også være en ansvarlig investor. God finansiell avkastning over tid antas å avhenge av velfungerende markeder og en bærekraftig utvikling. Det gjelder særlig for en stor, diversifisert og langsiktig investor som i stor grad vil oppnå en avkastning i tråd med verdiskapingen i økonomien.

Mandatene for SPN og SPU viser til internasjonalt anerkjente standarder for ansvarlig forvaltning. Norges Bank og Folkestrygdfondet utøver fondets eierrettigheter. Viktige virkemidler i den ansvarlige forvaltningen er bl.a. fremme av internasjonale standarder og forskning, dialog med selskaper, klargjøring av fondets forventninger, samt å fremme forslag og stemme på generalforsamlinger. Norges Bank la i februar 2016 frem et forventningsdokument om menneskerettigheter.

Finansdepartementet har fastsatt etiske motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Noen kriterier innebærer utelukkelse av selskaper på grunnlag av produkter, som tobakk, våpen og kull. Andre kriterier for utelukkelse er basert på atferd, som grove brudd på menneskerettigheter eller alvorlig miljøskade. Etikkrådet gir råd om et selskap skal utelukkes eller settes til observasjon. Beslutningen tas av Norges Bank. Frem til 2015 var det Finansdepartementet som tok slike beslutninger. I løpet av fjoråret ble fire selskaper utelukket.

I 2016 er det tatt inn to nye kriterier i retningslinjene for observasjon og utelukkelse, i tråd med Stortingets behandling av fondsmeldingen for 2014 og Nasjonalbudsjettet 2016. Det ene kriteriet retter seg mot atferd som på selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser. Det andre kriteriet er produktbasert og retter seg mot gruveselskaper og kraftprodusenter som har 30 pst. eller mer av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer 30 pst. eller mer av sin virksomhet på termisk kull.

Som ledd i den ansvarlige forvaltningen er det innført egne mandater for miljørelaterte investeringer i SPU. Om lag 54 mrd. kroner var investert gjennom disse mandatene ved utgangen av 2015. Avkastningen av miljømandatene har de siste årene vært lavere enn for fondet samlet.

Ansvarlig forvaltning er omtalt i kapittel 6, herunder en vurdering av den nye ansvarsdelingen for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU.

To offentlige utvalg

Regjeringen oppnevnte i januar 2016 et utvalg som skal vurdere andelen av SPU som investeres i aksjer. Valget av aksjeandel er den beslutningen som har størst betydning for fondets samlede avkastning og risiko på lang sikt. Utvalget ledes av Knut Anton Mork og skal levere sin rapport innen 15. oktober 2016. Det legges opp til å sende utvalgets rapport på høring. Det vil også bli innhentet vurderinger fra Norges Bank. Finansdepartementet tar sikte på å behandle spørsmålet om aksje-

andelen i SPU i fondsmeldingen som legges frem våren 2017.

Norges Bank har bygd opp en kompetent organisasjon og over tid levert gode resultater i forvaltningen av SPU. Samtidig stiller utviklingen i investeringsstrategien og veksten i fondskapitalen nye krav til styringen av fondet. Regjeringen tok i fjor initiativ til å opprette en ny stilling som visesentralbanksjef som har fått særlig ansvar for kapitalforvaltningen. Det er også oppnevnt et utvalg ledet av Svein Gjedrem som vurderer sentralbankloven og styringsstrukturen i Norges Bank. Styringen av SPU er del av utvalgets mandat. Utvalget vil levere sin innstilling våren 2017.

Utvalgene er nærmere omtalt i avsnittene 3.5 og 3.6.

2 Statens pensjonsfond utland: strategi og resultater

2.1 Dagens investeringsstrategi

2.1.1 Bakgrunn

Staten sparer de løpende inntektene fra petroleumsvirksomheten i Statens pensjonsfond utland (SPU). Sparingen i fondet er fullt ut integrert med statsbudsjettet, se boks 2.1. Det årlige uttaket fra fondet dekker det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet. Underskuddet skal over tid følge utviklingen i forventet realavkastning av SPU. Rammeverket støtter opp under fondets lange tidshorison.

Målet med investeringene er å oppnå høyest mulig finansiell avkastning innenfor rammen av moderat risiko. Strategien for investeringene er uttrykt i Finansdepartementets mandat for SPU. Innenfor rammene i mandatet står Norges Bank for den operative forvaltningen av fondet.

Regjeringen ønsker størst mulig åpenhet om forvaltningen av SPU. Det er et viktig prinsipp i seg selv og en forutsetning for bred tillit til forvaltningen av våre felles sparemidler. Viktige veivalg er forankret i Stortinget. En slik tilnærming legger til rette for å holde fast ved en langsiktig strategi, også i perioder med uro i finansmarkedene.

2.1.2 Faglig grunnlag

Investeringsstrategien tar utgangspunkt i fondets formål og særtrekk, antakelser om hvordan finansmarkedene fungerer og forvalters fortrinn. Strategien er utviklet over tid med utgangspunkt i forskning, praktiske erfaringer og faglige vurderinger. Strategien er oppsummert i figur 2.2.

Valgene som er tatt har som utgangspunkt at finansmerkene gjennomgående er velfungerende. Det betyr bl.a. at ny, offentlig tilgjengelig informasjon vil gjenspeiles raskt i prisene på verdipapirer. Konkurransen mellom markedsaktørene er høy. I velfungerende markeder vil det derfor være vanskelig systematisk å oppnå en høyere avkastning enn det brede markedet eller gjennomsnittet av investorer. Enkelte investorer kan likevel ha særtrekk eller fortrinn som kan gjøre det mulig å oppnå en meravkastning over tid, men det krever nærhet og kjennskap til markedene.

Et annet, sentralt utgangspunkt for strategien for SPU er at risikoen kan reduseres gjennom bred spredning av investeringene, såkalt diversifisering. Fondets investeringer er i dag spredt på aksjer, obligasjoner og eiendom i mange land. Innenfor det enkelte land er investeringene igjen fordelt på ulike sektorer og enkeltelskaper. Det gjør fondet mindre sårbart for hendelser som påvirker enkeltaksjer eller enkeltmarkeder.

All risiko kan likevel ikke fjernes ved diversifisering. Ifølge finansteorien kan investorer forvente en kompensasjon for å bære risiko som gjenstår etter bred spredning av investeringene, såkalt systematisk risiko. Den forventede meravkastningen kalles en *risikopremie*. Et eksempel er avkastningen i aksjemarkedet. Investorer vil forvente å bli kompensert for å bære risikoen i aksjemarkedet i form av en høyere avkastning enn for en risikofri plassering av kapitalen. Størrelsen på meravkastningen, eller aksjepremien, er imidlertid usikker og kan variere over tid. Tilsvarende vil investorer forvente kompensasjon for risikoen for at en låntaker ikke innfrir sine forpliktelser (kredittpremie).

Investorer har ulike tidshorisoner og evne til å bære risiko. Gjennom sammensetningen av investeringene velger investor et nivå på forventet avkastning og risiko. En investor må ta risiko for å oppnå høyere forventet avkastning over tid. Høyere risiko innebærer samtidig større svingninger i verdien på investeringene og økt sannsynlighet for tap. For SPU er andelen som investeres i aksjer det valget som i størst grad bestemmer fondets samlede avkastning og risiko.

Gjennom SPU er staten en stor og langsiktig investor. Fondet har fortsatt betydelig tilførsel av oljeinntekter og ingen klart definerte forpliktelser. Det er lagt til grunn en lav sannsynlighet for at staten som eier vil foreta store og uventede uttak av midler fra fondet. Fondets størrelse gjør det mulig å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen.

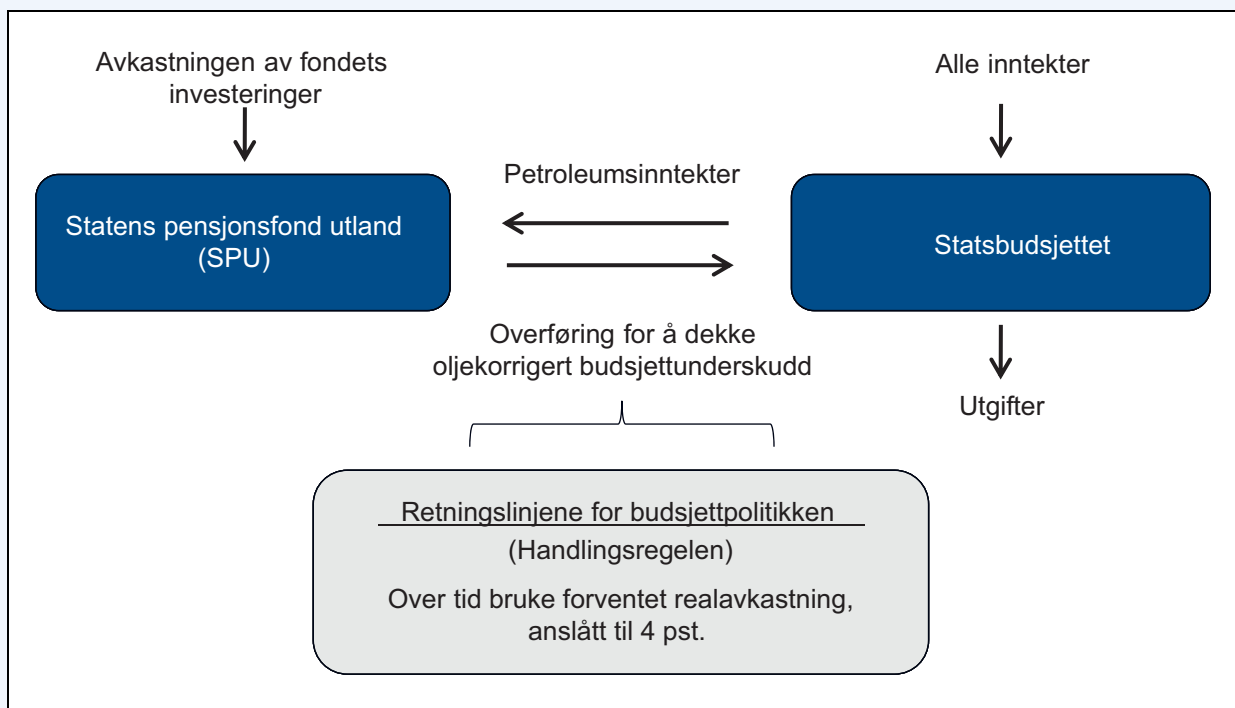
Med størrelse følger det også noen utfordringer. For et stort fond kan det for eksempel være krevende å gjennomføre store endringer i porteføljen i løpet av kort tid. Det kan også være vanskelig å skalere opp enkelte investeringsstrategier. Noen strategier vil derfor ikke være tilgjengelige for SPU.

Boks 2.1 Rammeverket for opptjening og bruk av oljeinntekter

Innskuddet av kapital i SPU representerer i all hovedsak omgjøring av petroleumsformuen på norsk sokkel til finansformue i utlandet. Ved å omplassere formue skiller de løpende inntektene fra olje og gass seg fra statens øvrige inntekter. Samtidig svinger disse inntektene mye og vil på sikt ta slutt. Sammenhengen mellom SPU og statsbudsjettet er vist i figur 2.1.

SPU og retningslinjene for bruk av oljeinntekter (handlingsregelen) skal legge til rette for varig høy verdiskaping og en stabil utvikling i fastlandsøkonomien. Som et ledd i dette over-

føres statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten i sin helhet til fondet. Etter vedtak i Stortinget tas det hvert år ut et beløp for å dekke underskuddet i den øvrige delen av statsbudsjettet (det oljekorrigerede budsjettunderskuddet). Bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet blir dermed synlig og del av en helhetlig budsjettprosess. Så lenge staten ikke bygger opp gjeld ved å lånefinansiere utgifter, vil kapitalen i SPU gjenspeile reell finansiell sparing på statens hånd.

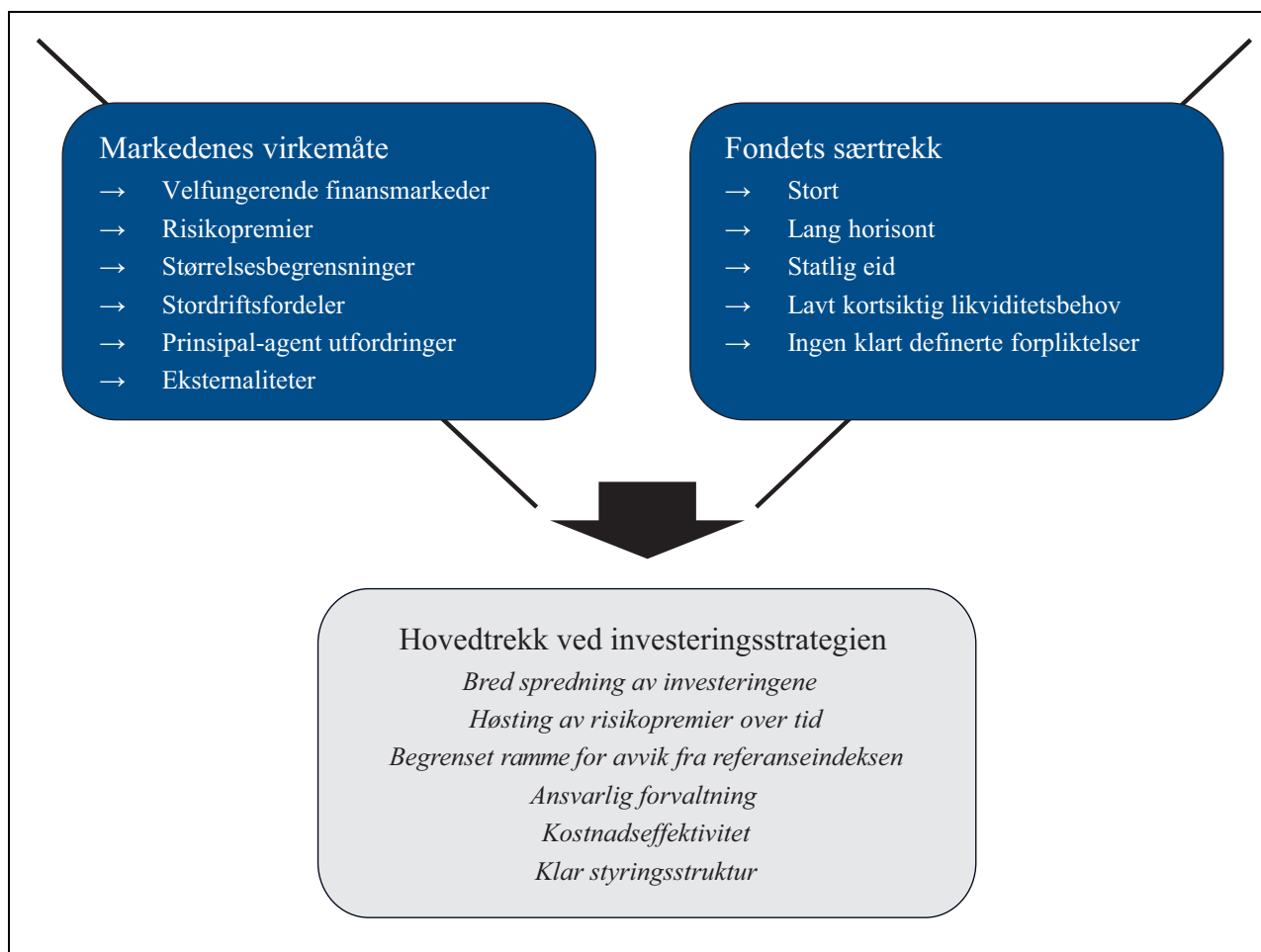


Figur 2.1 Sammenhengen mellom SPU og statsbudsjettet

Kilde: Finansdepartementet.

Handlingsregelen legger til rette for en gradvis innfasing av oljeinntektene i norsk økonomi, om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning av SPU, anslått til 4 pst. Ved å frikoble bruken av oljeinntektene fra opptjeningen av dem, skjermes statsbudsjettet fra svingninger i de løpende inntektene fra olje og gass. Samtidig

bevares formuen over tid, og bidrar dermed til å opprettholde velferden også for kommende generasjoner. Mens kapitalen i fondet kun kan brukes én gang, kan realavkastningen finansiere et varig høyere nivå på statens utgifter. Retningslinjene for finanspolitikken støtter opp om fondets langsiktige horisont.



Figur 2.2 Antakelser om markedenes virkemåte, fondets særtrekk og investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland

Kilde: Finansdepartementet.

Fondets særtrekk gjør det bedre egnet enn mange andre investorer til å bære risiko som krever en lang tidshorisont. Det utnyttes bl.a. til å høste den forventede meravkastningen ved å investere i aksjer.

I finanssektoren er mange fullmakter delegerte til andre. For eksempel vil eierne i et børsnotert selskap velge et styre, som igjen overlater den daglige driften til selskapets ledelse. Investorer delegerer viktige beslutninger til forvaltere. Ved delegering kan det oppstå situasjoner der ulike aktører har motstridende interesser og også ulik informasjon. Dette omtales ofte som prinsippal-agent-problemer. God styring og oppfølging kan bidra til å redusere slike problemer. For eksempel kan god selskapsstyring bidra til at ledelsen i selskapene opptrer i tråd med investorenes interesser.

SPU har et overordnet finansielt mål, men skal også være en ansvarlig investor. For et stort og langsiktig fond som SPU, med eierandeler i

flere tusen selskaper globalt, kan ansvarlig forvaltning være i fondets egeninteresse. Et enkelt-selskap kan få en gevinst ved ikke å ta hensyn til alvorlig skade på andre (eksterne virkninger). For SPU vil denne gevinsten derimot kunne motsvares av lavere avkastning i andre deler av porteføljen, eller i fremtiden. God finansiell avkastning antas over tid å avhenge av velfungerende markeder og en bærekraftig utvikling. Den ansvarlige forvaltningen omtales nærmere i kapittel 6.

2.1.3 Hovedtrekk ved investeringsstrategien

Finansdepartementet har fastsatt en langsiktig investeringsstrategi som er uttrykt i mandatet for SPU, bl.a. gjennom en strategisk referanseindeks sammensatt av aksjer, obligasjoner og eiendom. Aksjer og obligasjoner har igjen egne referanseindekser, der kun noterte aksjer og obligasjoner inngår. For eiendom er det fastsatt et avkastnings-

mål som er ment å reflektere utviklingen i det unoterte eiendomsmarkedet.

Den strategiske referanseindeksen angir en fast aksjeandel på 60 pst. Andelen aksjer er valgt etter en avveining mellom langsiktig forventet avkastning og risiko. Investeringene i eiendom er i en oppbyggingsfase og skal utgjøre inntil 5 pst. av fondet, innenfor gjeldende mandat. Obligasjoner står for resten av den strategiske referanseindeksen. Nivået på samlet risiko i fondet blir i hovedsak bestemt av aksjeandelen.

Prisene på aksjer og obligasjoner endres hyppig og vil ofte utvikle seg ulikt over tid. Det å fastholde en gitt andel aksjer når prisene endres løpende er derimot lite hensiktsmessig, bl.a. fordi det vil innebære hyppige transaksjoner og påføre fondet unødige transaksjonskostnader. I mandatet for SPU er det derfor fastsatt en faktisk referanseindeks som tillates å avvike fra den strategiske indeksen, innenfor en gitt grense. Figur 2.3 viser sammensetningen av den strategiske referanseindeksen og faktisk referanseindeks ved utgangen av 2015.

Dersom aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen skulle bli vesentlig høyere eller lavere enn den strategiske andelen vil det kunne endre forholdet mellom avkastning og risiko. Det er derfor fastsatt en regel for å tilbakevekke, eller rebalansere, aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen når denne avviker med mer enn 4 prosentenheter fra 60 pst. Tilbakevekting gir også investeringsstrategien et visst motyklisk trekk, ved at fondet over tid kjøper den aktivaklassen som har falt mye i relativ verdi og selger aktivaklassen som har steget relativt mye. Tilbakevekting har historisk bidratt til å øke avkastningen av SPU.

De underliggende referanseindeksene for aksjer og obligasjoner er basert på brede, globale indekser fra ledende indekssleverandører. Referanseindeksene gir en entydig og detaljert beskrivelse av hvordan fondet i utgangspunktet kan være investert, fordelt på sektorer, enkeltsekskaper og obligasjonslån.

Referanseindeksen for aksjer er basert på en indeks fra FTSE Russell og inkluderer alle land utenom Norge som indekssleverandøren har klassifisert som utviklede markeder, avanserte framvoksende markeder eller sekundære framvoksende markeder. For obligasjoner består referanseindeksen av 70 pst. statsobligasjoner og 30 pst. selskapsobligasjoner, og er basert på indekser fra Barclays, der Norge er utelatt.

For aksjer er fordelingen av investeringene på land og geografiske regioner basert på størrelsen

på de noterte aksjemarkedene i landene som inngår i indeksen. Tilsvarende gjelder for selskapsobligasjoner. For statsobligasjoner tas det utgangspunkt i økonomienes relative størrelse målt ved BNP. Fordelingene er justert på noen områder bl.a. av hensyn til en bred geografisk spredning av investeringene.

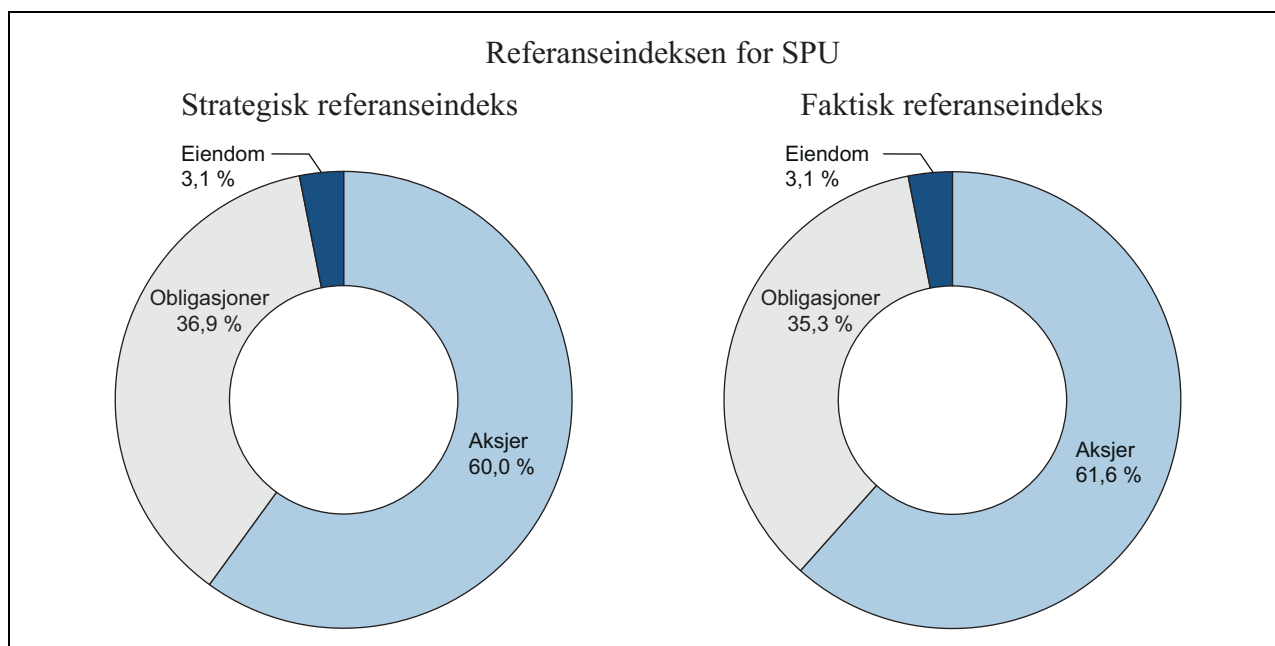
Indeksene for aksjer og obligasjoner inneholder mange tusen enkeltaksjer og obligasjonslån og innebærer at investeringene spres på et stort antall verdipapirer. Det bidrar til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Indeksleverandører har fastsatt detaljerte regler for inkludering av verdipapirer i indeksene. Dette innebærer samtidig at leverandørene har tatt noen subjektive valg om hvordan markedene er representert i indeksene.

Avkastning og risiko på investeringene i SPU følger i all hovedsak av utviklingen i de globale markedene for noterte aksjer og obligasjoner. En slik indeksnær strategi gjør det mulig å spre investeringene bredt, med ønsket risikonivå, til lave forvaltningskostnader. Særtrekk ved SPU, som langsiktighet og størrelse, kan samtidig utnyttes til å oppnå høyere avkastning.

Avvik fra referanseindeksen krever nærhet og kjennskap til markedene. Gjennomføringen av slike strategier er derfor delegert til Norges Bank, som kan avvike noe fra referanseindeksen innenfor rammer fastsatt i mandatet fra Finansdepartementet. Banken utnytter rammen for avvik fra referanseindeksen til å oppnå en bredere spredning av investeringene, vridning av porteføljen mot systematiske faktorer og til valg av verdipapirer. Den brukes også til å møte krav i mandatet om miljøinvesteringer og om finansiell styrke i porteføljen for statsobligasjoner. Rammen for avvik angis ved forventet relativ volatilitet, som sier noe om hvor mye avkastningen av SPU forventes å kunne avvike fra referanseindeksen i et normalår.

Mandatet legger også andre føringer på investeringene. Norges Bank kan bl.a. kun investere utenfor Norge, kun i omsettelige obligasjoner og kun i aksjer som er noterte eller planlegges notert på anerkjente markeds plasser. Fondet kan kun eie inntil 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i et selskap. Det er også bestemmelser om risiko, ansvarlig forvaltning og miljørelaterte mandater. Norges Bank er pålagt omfattende rapportering, og resultatene i forvaltningen måles mot den faktiske referanseindeksen.

Ved utgangen av 2015 var aksjeinvesteringene i SPU spredt på over 9 000 verdipapirer. Obligasjonsporteføljen var fordelt på lån til 1 278 ulike



Figur 2.3 Sammensetning av strategisk og faktisk referanseindeks for SPU ved utgangen av 2015

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

utstedere av obligasjonslån. Samlet var investeringene knyttet til 78 land.

Mandatet legger også opp til at Norges Bank skal investere inntil 5 pst. av fondet i eiendom. Det unoterte markedet utgjør over 80 pst. av det investerbare eiendomsmarkedet, men i denne delen av markedet er det ikke mulig å spre risiko gjennom bredt eierskap og små eierandeler. Unoterte investeringer krever generelt at investorer er mer aktive og involvert i driften og utviklingen av eiendelene. Salgsverdien av slike investeringer anslås som regel ved taksering, noe som gjør det mer krevende å måle avkastning og risiko løpende. Norges Banks erfaringer med unotert eiendom og Finansdepartementets planer for endringer i rammene for fondets unoterte investeringer, er omtalt i kapittel 3.

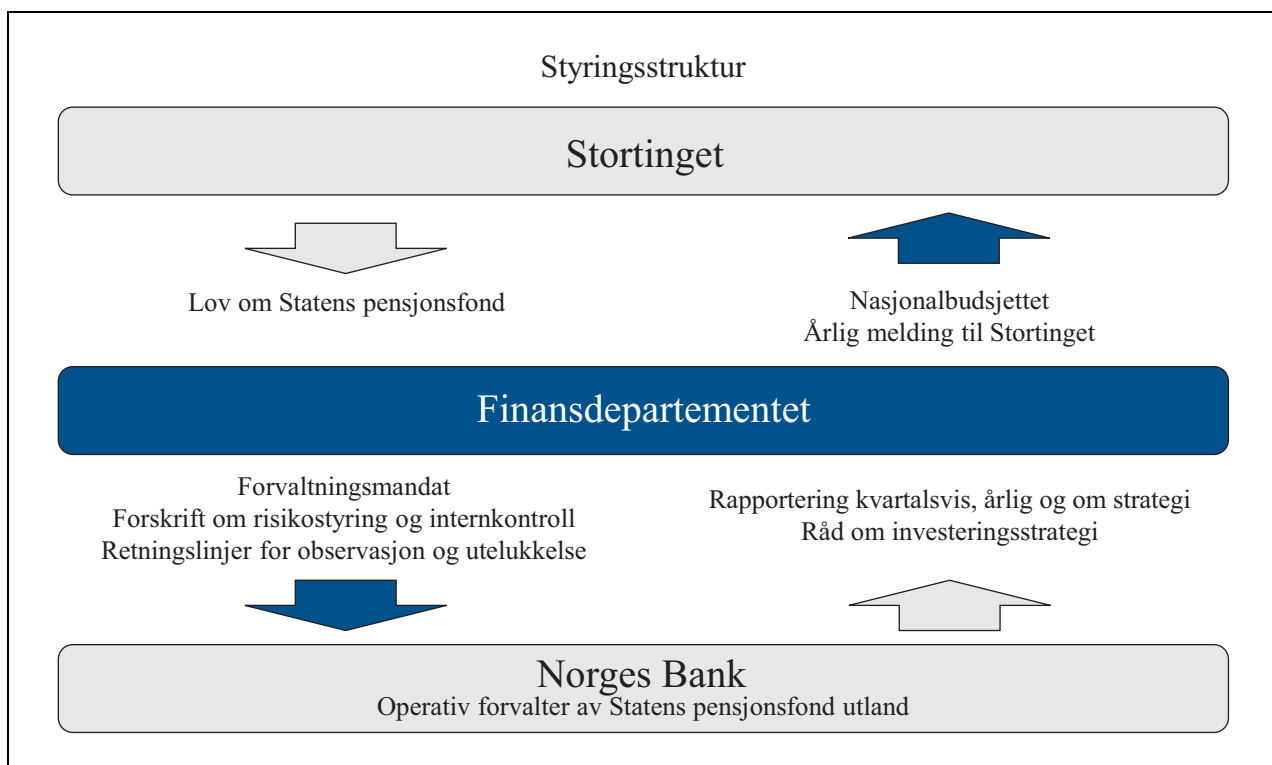
Mandatet gir Norges Bank i oppdrag å søke høyest mulig avkastning etter kostnader. Dette måles i fondets valutakurv, som er en sammenveking av valutaene som inngår i referanseindeksen. Oppdraget er i tråd med ønsket om en kostnadseffektiv forvaltning. Samtidig er det høy netto avkastning som er målet, ikke lave kostnader i seg selv. Sammenlikninger med andre store fond viser at Norges Banks forvaltningskostnader er lave, målt som andel av forvaltet kapital.

2.1.4 Styringsstruktur

Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond gitt Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av SPU. Norges Bank har ansvar for den operative forvaltningen innenfor et mandat fastsatt av Finansdepartementet. Mandatet uttrykker strategien for investeringene og rammene for bankens forvaltning. En klar og god styringsstruktur er viktig for å kunne gjennomføre strategien og redusere potensielle interessekonflikter, såkalte prinsipal-agent-problemer.

Styringsstrukturen må på den ene siden forankre fondets strategi og risiko hos fondets eiere, representert ved regjeringen og Stortinget. På den annen side må det være tilstrekkelig delegering av fullmakter til at løpende beslutninger i den operative forvaltningen kan tas nær markedene fondet investeres i. Denne avveilingen er søkt ivarett ved at større veivalg er forankret i regjeringen og Stortinget før de gjennomføres, bl.a. ved behandlingen av den årlige meldingen om Statens pensjonsfond. Samtidig er mandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank i hovedsak prinsippbasert og rammepregget.

Forvaltningen av SPU tar utgangspunkt i at Stortinget, Finansdepartementet, Norges Banks hovedstyre og kapitalforvaltningsenheten i Norges Bank (NBIM) har ulike roller. En klar rolledeling mellom alle styringsnivåer i forvaltningen,



Figur 2.4 Styringsstruktur for SPU

Kilde: Finansdepartementet.

fra Stortinget og helt ned til den enkelte forvalter, tydeliggjør også ansvar. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i systemet, mens rapportering av resultater og risiko går oppover, se figur 2.4. Regelverket og delegeringsfullmakter vil nødvendigvis være mer detaljert jo lenger ned i hierarkiet en kommer. 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.

Over tid bør det være en vekselvirkning mellom styringssystemet og investeringsstrategien for fondet. Investeringsstrategien må ta hensyn til de institusjonelle særtrekk forvaltningen har. Behovet for forankring hos politiske myndigheter betyr for eksempel at det er vanskelig å legge opp til investeringsstrategier der beslutninger med stor betydning for det samlede risikonivået i fondet må tas hyppig og på kort varsel. På den annen side må også styringssystemet kunne tilpasses nye investeringsformer som søker å utnytte særtrekk ved fondet, for å bedre forholdet mellom avkastning og risiko. Et eksempel er den økte delegeringen som følger med SPU's investeringer i unotert eiendom.

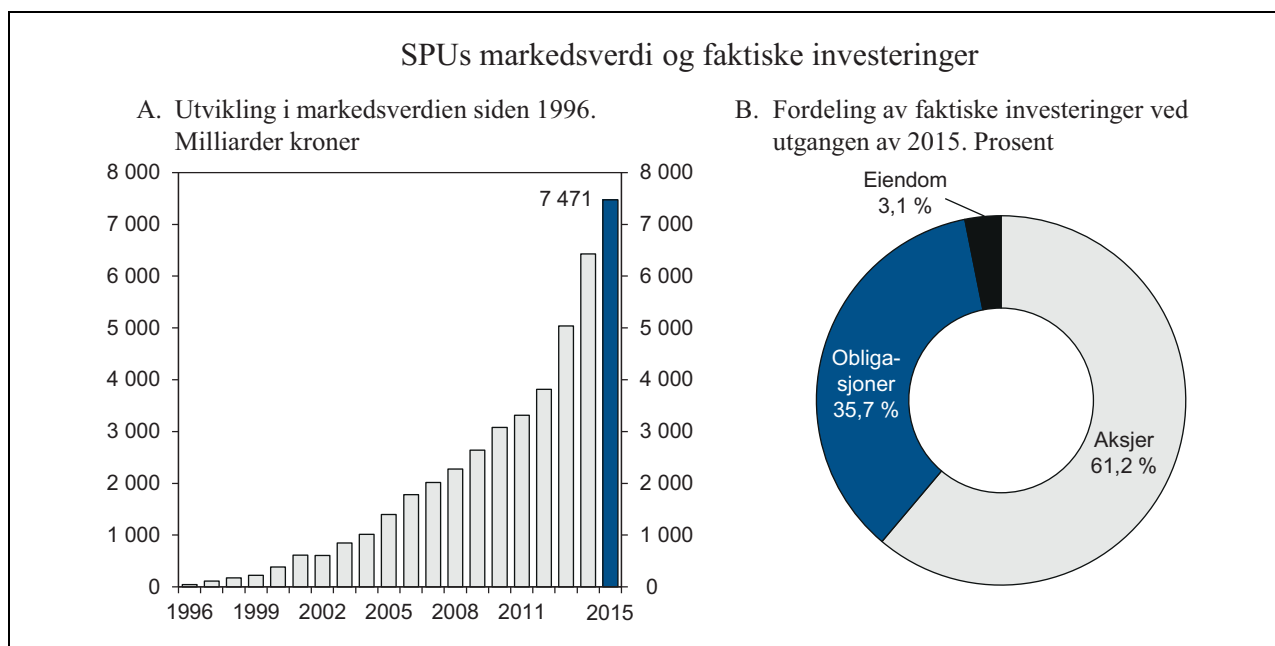
2.2 Resultater

Norges Banks årsrapportering omfatter for 2015 flere publikasjoner i tillegg til den ordinære årsrapporten. Banken har publisert en utvidet rapport om ansvarlig investeringer og har for første gang lagt fram en egen rapport om risiko og avkastning. Publikasjonene og annen informasjon er tilgjengelig på bankens nettsider.

Dette avsnittet gjengir hovedpunktene og Finansdepartementets vurdering av resultatene. Banken skal legge fram en utvidet rapport om eiendomsinvesteringene i april.

2.2.1 Markedsutvikling

Finansmarkedene var i 2015 preget av fallende oljepris og svekkede forventninger til den økonomiske utviklingen i framvoksende markeder. Blant annet var det usikkerhet om vekstsutsiktene for den kinesiske økonomien. Det var også store svingninger i valutakurser gjennom året. Sommeren 2015 åpnet den amerikanske sentralbanken for å heve renten, men svakere økonomisk utvikling både internasjonalt og i USA førte til at rentehevingen først kom i desember. Rentene på statsobligasjoner med lang tid til forfall fra de fleste utviklede økonomier holdt seg lave gjen-



Figur 2.5 Utvikling i markedsverdien av SPU siden 1996 og fordeling av faktiske investeringer ved utgangen av 2015

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

nom året, og bidro til lav avkastning for obligasjoner.

Avkastningen i aksjemarkedet globalt var om lag 2 pst. målt i lokal valuta.¹ Et sterkt aksjemarked i første kvartal ble etterfulgt av to kvartaler med negativ avkastning. I siste del av året tok utviklingen seg noe opp igjen. Avkastningen i utviklede markeder var om lag 3 pst. og i framvoksende markeder om lag -5 pst., målt i lokal valuta. Samtidig svekket valutaen til flere framvoksende markeder seg, slik at forskjellen i avkastning var enda større målt i felles valuta.

2.2.2 Markedsverdi

Ved utgangen av 2015 var markedsverdien av SPU 7 471 mrd. kroner etter at kostnader i forvaltningen er trukket fra. Investeringene var fordelt på 4 572 mrd. kroner i aksjer, 2 668 mrd. kroner i obligasjoner og 235 mrd. kroner i eiendom. Fondet hadde om lag 7 mrd. kroner investert i grønne obligasjoner. Figur 2.5 viser fordelingen av fondets investeringer på aksjer, obligasjoner og eiendom, samt utviklingen av fondets markedsverdi over tid. I løpet av 2015 økte markedsverdien av fondet med 1 044 mrd. kroner, se figur 2.6. Mer enn halvparten av veksten skyldes svekkelse av kronekursen. Siden fondets oppstart har kronesvekkelse trukket

opp verdien av fondet med 1 331 mrd. kroner. En svekkelse av kronen påvirker ikke fondets internasjonale kjøpekraft. En må være forberedt på at valutakurser svinger over tid.

I 2015 ble fondet tilført 46 mrd. kroner. Det er den laveste årlige tilførselen siden 1999. I Nasjonalbudsjettet 2016 forventes det at en i inneværende år for første gang må bruke deler av fondets løpende avkastning til å dekke det oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet.

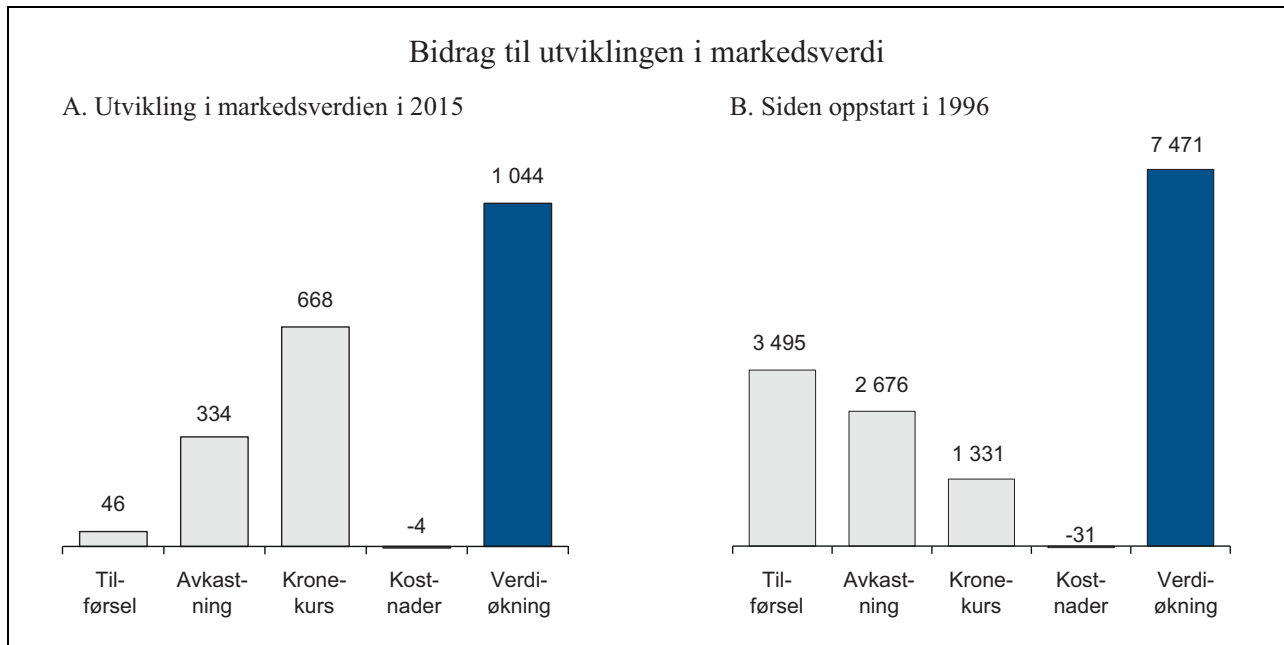
2.2.3 Samlet avkastning

Avkastningstall i dette avsnittet er målt i fondets valutakurv. Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning i valutakurven, som også uttrykker fondets internasjonale kjøpekraft.

Avkastningen av fondet i 2015 var 2,7 pst. før fradrag for forvaltningskostnader, se tabell 2.1. Siden 1998 har gjennomsnittlig årlig nominell avkastning av SPU vært 5,6 pst. Årlig avkastning av fondet målt i andre valutaer er oppgitt i vedlegg 2.

Aksjeporteføljen oppnådde i 2015 en avkastning på 3,8 pst. Investeringene i Asia og Oseania oppnådde høyest avkastning, etterfulgt av europeiske og så amerikanske aksjer. Avkastningen i framvoksende markeder var vesentlig lavere enn i utviklede markeder. Aksjeporteføljen har siden 1998 oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning på 5,7 pst.

¹ Målt ved den globale aksjeindeksen MSCI ACWI IMI.



Figur 2.6 Utvikling i SPU's markedsverdi i 2015 og siden oppstart i 1996. Milliarder kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Tabell 2.1 Avkastning av SPU i 2015, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2015, målt i fondets valutakurv og før fradrag for forvaltningskostnader. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2015	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2015
<i>SPU inkl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	2,74	8,62	7,21	5,34	5,64
Inflasjon	0,86	1,06	1,60	1,84	1,78
Forvaltningskostnader	0,06	0,06	0,06	0,09	0,09
Netto realavkastning	1,80	7,42	5,46	3,35	3,70
Meravkastning (prosentenheter) ¹	0,45	0,21	0,14	0,06	0,26
<i>Aksjeforføljen</i>					
Faktisk portefølje	3,83	12,26	8,77	5,56	5,68
Referanseindeks	3,00	11,86	8,56	5,34	5,20
Meravkastning (prosentenheter)	0,83	0,40	0,21	0,22	0,47
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	0,33	2,39	4,15	4,13	4,87
Referanseindeks	0,57	2,61	4,24	4,08	4,73
Meravkastning (prosentenheter)	-0,24	-0,22	-0,09	0,04	0,14
<i>Eiendomsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje ²	10,00	10,73	6,91		

¹ Meravkastning av fondets aksje- og obligasjonsportefølje

² Den første eiendomsinvesteringen ble gjennomført i første kvartal 2011. Fem års avkastning er annualisert avkastning fra og med 1. april 2011.

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

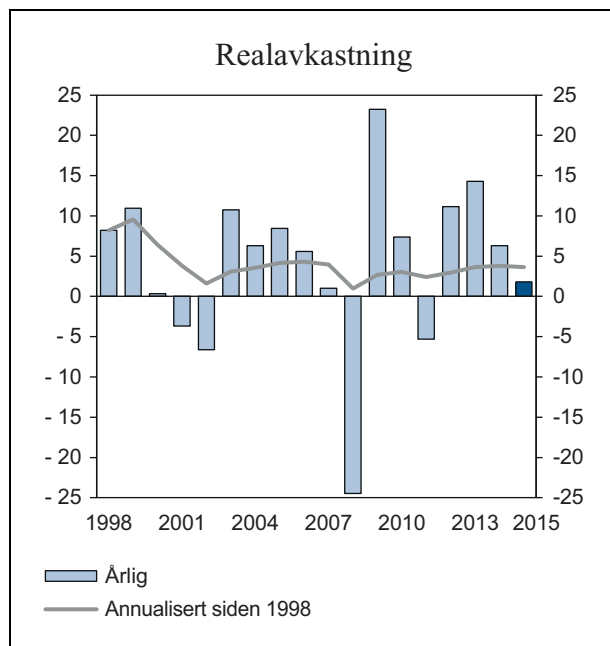
Obligasjonsporteføljen fikk en avkastning i 2015 på 0,3 pst. Selskapsobligasjoner og realrenteobligasjoner oppnådde høyest avkastning i løpet av året, mens både pantesikrede obligasjoner og statsrelaterte obligasjoner ga negativ avkastning. Siden 1998 har obligasjonsporteføljen oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning på 4,9 pst.

Avkastning av eiendomsporteføljen i 2015 var 10,0 pst. De noterte eiendomsinvesteringene i eiendomsporteføljen fikk en avkastning på 7,8 pst. De unoterte eiendomsinvesteringene oppnådde en avkastning på 10,8 pst., hvorav 4,1 prosentenheter var netto leieinntekter, 0,1 prosentenheter valutaeffekter og resten verdiendring på eiendommer og gjeld. Transaksjonskostnader reduserte avkastningen med 0,2 prosentenheter. Fondets første unoterte eiendomsinvestering ble foretatt i første kvartal 2011. Gjennomsnittlig årlig avkastningen av eiendomsporteføljen fra 1. april 2011 til og med 2015 var 6,9 pst.

Realavkastning og løpende inntekter

Realavkastning etter fradrag for forvaltningskostnader var 1,8 pst. i 2015, se figur 2.7. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig netto realavkastning vært 3,7 pst.

SPU mottok i 2015 løpende inntekter på 193 mrd. kroner, tilsvarende 2,8 pst. av kapitalen. Det var en oppgang på 35 mrd. kroner fra 2014. Inntektene var fordelt på 107 mrd. kroner i aksjeutbytter, 78 mrd. kroner i renteutbetalinger og 7 mrd. kroner i leieinntekter fra unotert eiendom.

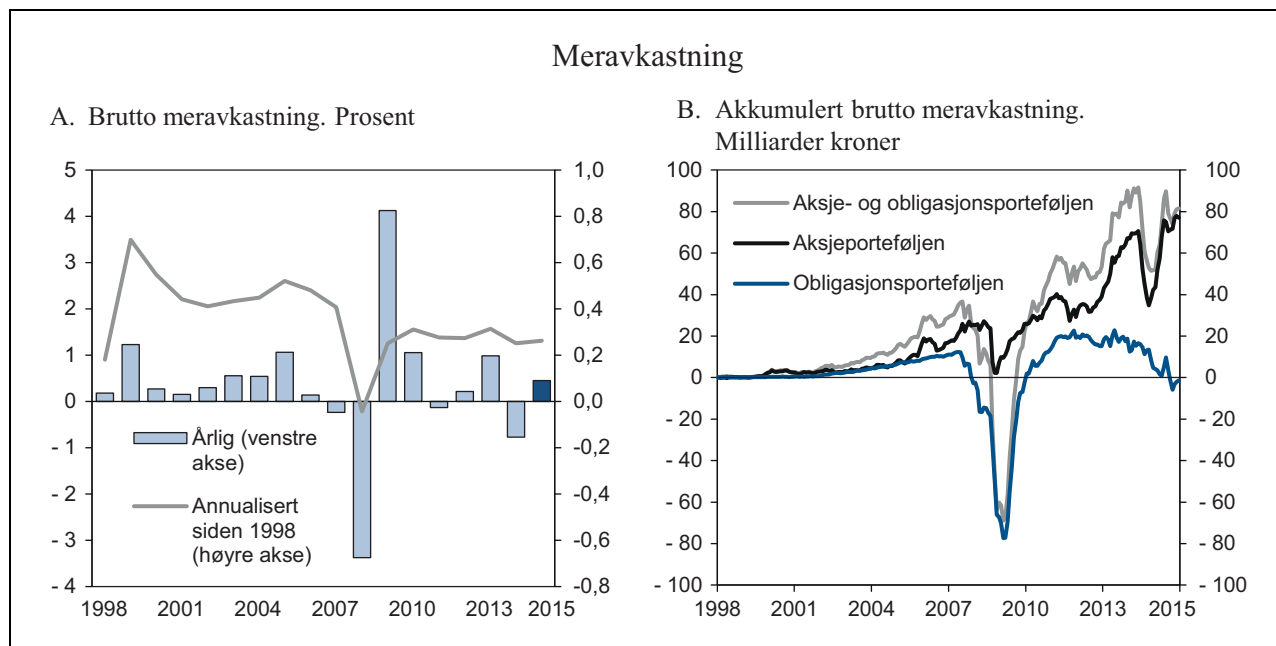


Figur 2.7 Realavkastning av SPU etter forvaltningskostnader, målt i fondets valutakurv. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

2.2.4 Meravkastning i forvaltningen

Norges Bank kan avvike fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet innenfor de rammer som er fastsatt i mandatet for SPU. Målet med slike avvik er å oppnå meravkastning og å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet. I 2015 var avkastningen av fondets aksjer og



Figur 2.8 Brutto meravkastning av Norges Banks forvaltning i 2015 og siden 1998

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

obligasjoner 0,45 prosentenheter høyere enn referanseindeksens avkastning, se figur 2.8. Meravkastningen svarte til om lag 30 mrd. kroner. Siden januar 1998 har Norges Banks forvaltning i gjennomsnitt bidratt til 0,26 prosentenheter høyere årlig avkastning enn i referanseindeksen. Samlet tilsvarte det om lag 82 mrd. kroner.

Finansdepartementet anser brutto meravkastning som et rimelig mål på netto verdiskaping i Norges Banks forvaltning. Forholdet mellom disse størrelsene er drøftet i en egen temaartikkel, se kapittel 7.

Aksjer og obligasjoner

Norges Banks forvaltning bidro i 2015 til at avkastningen av aksjeporteføljen var 0,83 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen fastsatt av departementet. I obligasjonsporteføljen var avkastningen 0,24 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen.

Norges Bank rapporterer at den samlede meravkastningen i fondet i 2015 på 0,45 prosentenheter fordeler seg på ulike kilder:

- Bankens *interne referanseportefølje* trakk avkastningen ned med 0,12 prosentenheter. Den interne referanseporteføljen tar utgangspunkt i referanseindeksen fra Finansdepartementet, men er skreddersydd for å utnytte fondets særtrekk og over tid gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko. En høyere andel statsobligasjoner i framvoksende markeder enn referanseindeksen bidro særlig til lav avkastning. En høyere andel av såkalte verdiskapende selskaper i aksjeporteføljen, det vil si selskaper med lav prising sett i forhold til nøkkeltall som inntjening eller bokført egenkapital, bidro også negativt.
- *Strategier for allokering* bidro positivt med 0,15 prosentenheter. Eksempler på slike strategier er å ha en høyere eller lavere aksjeandel enn det som følger av referanseindeksen, over eller undervekte enkelte land eller sektorer, eller å ha en annen gjennomsnittlig løpetid på investeringene i obligasjoner enn i referanseindeksen.
- *Verdipapirvalg* trakk avkastningen opp med 0,24 prosentenheter. Slike valg innebærer å investere en høyere eller lavere andel av fondet i enkelte selskaper eller enkeltobligasjoner enn det referanseindeksen tilsier, basert på fundamentale analyser av selskapene. Banken benytter både interne og eksterne forvaltere til verdipapirvalg.

- *Markedseksponering* trakk opp med 0,14 prosentenheter. Dette omfatter bankens strategier for effektiv gjennomføring av handel med verdipapirer. Behovet for handel med verdipapirer oppstår bl.a. som følge av endringer i sammensetningen av referanseindeksen, tilførsel av ny kapital eller bankens øvrige strategier
- *Verdipapirutlån* bidro positivt med 0,05 prosentenheter. Slike inntekter er betaling for at Norges Bank låner ut verdipapirer til andre investorer.

Eiendom

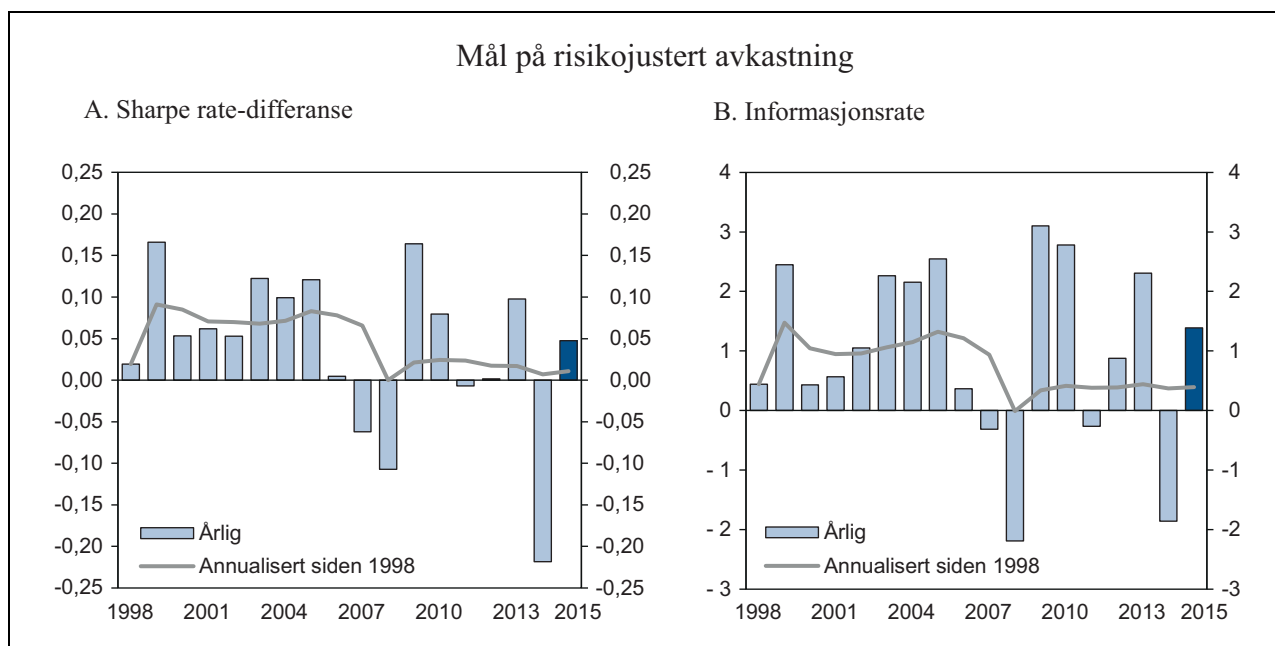
Avkastningen av Norges Banks eiendomsinvesteringer sammenliknes med en global indeks for eiendom, IPD-indeksen. MSCI gjennomfører sammenlikningen årlig på oppdrag fra Finansdepartementet. IPD-indeksen foreligger først med et tidsetterslep, siden den er basert på innrapporterte tall fra et stort antall eiendomsinvestorer. Det foreligger derfor foreløpig ingen rapport for 2015.

Den siste rapporten er for 2014 og viser at avkastningen av SPUs unoterte eiendomsinvesteringer i det året var 0,6 prosentenheter høyere enn avkastningen av IPD-indeksen, når alle avkastningstall omregnes til norske kroner. SPUs eiendomsinvesteringer oppnådde en høyere verdistigning enn eiendommene som inngår i IPD-indeksen, men leieinntektene var i snitt noe lavere. Kursendringer på valuta bidro negativ. Rapporten er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider.

Miljørelaterte investeringsmandater

I 2009 ble det besluttet å etablere mandater for miljørelaterte investeringer i SPU. Investeringene gjennomføres som en del av Norges Banks forvaltning innenfor rammene i mandatet. Markedsverdien skal normalt være mellom 30 og 60 mrd. kroner. Ved utgangen av 2015 utgjorde investeringene 53,8 mrd. kroner og var fordelt på 224 selskaper. Norges Bank har gjort rede for investeringene i rapporten om ansvarlig forvaltning som ble lagt fram i februar 2016.

Miljømandatene innebærer at fondet investerer relativt mer i miljørettede selskaper og bransjer enn det som følger av fondets referanseindeks. Det trekkes på Norges Banks ramme for avvik fra referanseindeksen. Investeringene har i hovedsak vært i aksjer, men Norges Bank etablerte i 2015 også mandater for investeringer i såkalte grønne obligasjoner.



Figur 2.9 Sharpe rate-differanse og informasjonsrate for SPU's aksje- og obligasjonsportefølje

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Avkastningen av miljømandatene var i 2015 på 1,1 pst., sammenliknet med 3,8 pst. for fondets aksjeinvesteringer og 2,7 pst. for fondet samlet. Den gjennomsnittlige årlige avkastningen av mandatene fra og med 2010 til og med 2015 var 2,8 pst., sammenliknet med 9,5 pst. for fondets aksjeinvesteringer og 7,6 pst. for fondet samlet. Effekten av de miljørelaterte investeringene på fondets samlede avkastning er avhengig av hvilke andre investeringer som er redusert for å frigjøre kapital, men de miljørelaterte investeringene har isolert sett bidratt til å redusere avkastningen både i 2015 og siden 2010.

2.2.5 Risikojustert avkastning

Rammen for forventet relativ volatilitet åpner for at Norges Bank kan ta en annen risiko enn det som følger av referanseindeksen for å oppnå mer-avkastning. Avvik fra referanseindeksen kan medføre at absolutt risiko i SPU blir noe høyere eller lavere sammenliknet med referanseindeksen. I finanslitteraturen benyttes modeller og måltall for å vurdere om en investor er blitt kompensert for risikoen som er tatt i forvaltningen. Sharpe-raten og informasjonsraten er to ofte brukte mål på risikojustert avkastning.

I litteraturen benyttes også modeller for å forklare historiske resultater der en skiller mellom avkastning forvalter oppnår gjennom å ta systematisk risiko og avkastning fra andre avvik. Det er

stor usikkerhet med slike metoder, se omtale i avsnitt 7.4. Finansdepartementet gjennomgår regelmessig forvaltningen av SPU, hvor risikotakingen analyseres og vurderes.

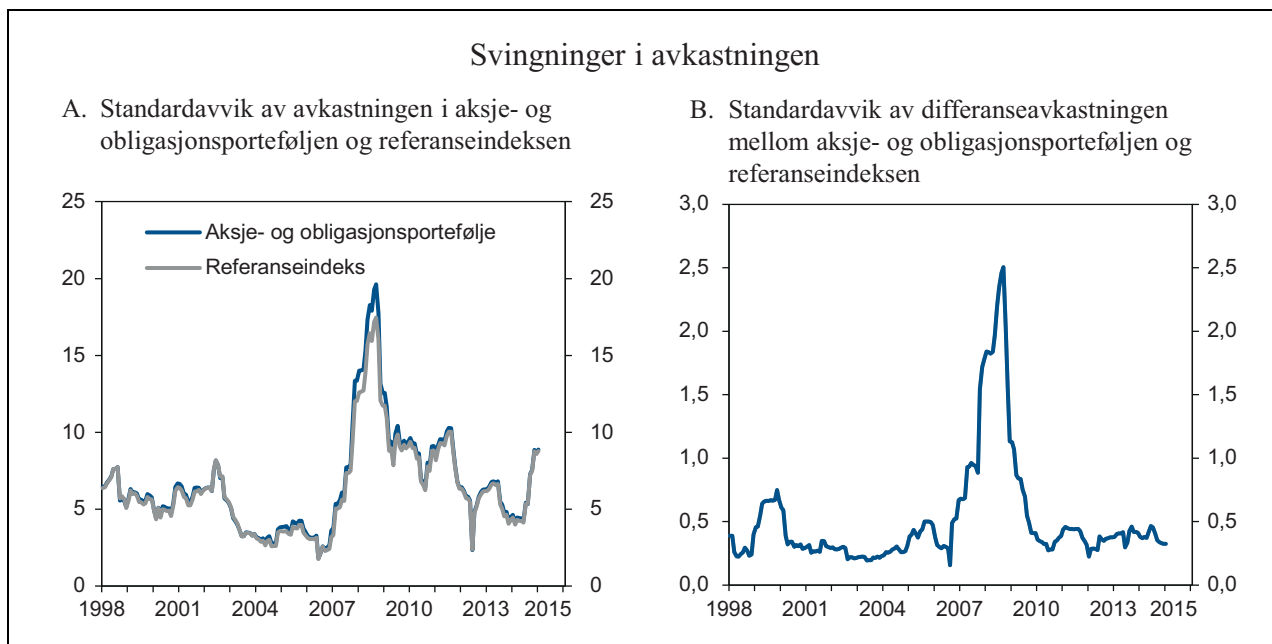
Sharpe-rate

Sharpe-raten måler den oppnådde avkastningen ut over risikofri rente i forhold til totalrisikoen i porteføljen, målt ved svingningene i porteføljens total-avkastning.

En høy Sharpe-rate betyr at investor har fått godt betalt for risikoen som er tatt, men sier ikke noe om nivået på den absolutte avkastningen. Der-som avvikene som forvalter tar fra referanseindeksen innebærer lav totalrisiko i porteføljen, kan selv en lavere avkastning enn i referanseindeksen gi høy Sharpe-rate.

I 2015 var den beregnede Sharpe-raten på 0,32 for porteføljen av aksjer og obligasjoner i SPU og 0,27 for referanseindeksen. Differansen mellom disse to tallene er 0,05, se tabell 2.2 og figur 2.9A. Det tyder på at Norges Banks forvaltning i 2015 bidro til at fondet fikk bedre betalt for den totale risikoen i porteføljen, sammenliknet med å investere i tråd med referanseindeksen. Beregningen er basert på et begrenset antall observasjoner og er derfor usikker.

I perioden fra 1998 til 2015 var Sharpe-raten 0,49 for porteføljen av aksjer og obligasjoner i SPU og 0,48 for referanseindeksen. Differansen



Figur 2.10 Rullerende 12 måneders standardavvik av avkastningen i aksje- og obligasjonsporteføljen og referanseindeksen samt standardavviket til differanseavkastningen. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

mellom Sharpe-ratene i porteføljen og referanseindeksen er små, noe som i stor grad gjenspeiler at avvikene som tas i forvaltningen er små. Porteføljen har hatt noe høyere svingninger i avkastningen enn referanseindeksen, men har også oppnådd noe høyere avkastning, slik at forholdet mellom avkastning og risiko har vært tilnærmet likt.

Informasjonsrate

Mens Sharpe-raten måler den oppnådde avkastningen ut over risikofri rente i forhold til totalrisikoen i porteføljen, måler informasjonsraten den oppnådde meravkastningen i forhold til den relative risikoen. Norges Banks avvik fra referanseindeksen er i mandatet begrenset ved en ramme for forventet relativ volatilitet. Informasjonsraten er derfor relevant for å vurdere Norges Banks forvaltning.

I 2015 var informasjonsraten 1,39 for aksje- og obligasjonsporteføljen, 2,28 for aksjeporteføljen og -0,49 for obligasjonsporteføljen. Norges Banks forvaltning bidro i 2015 til at fondet fikk betalt for den relative risikoen som ble tatt i aksjeporteføljen målt ved informasjonsraten, men ikke i obligasjonsporteføljen. Beregningen er basert på et begrenset antall observasjoner og er derfor usikker.

I perioden 1998–2015 var informasjonsraten 0,39 for aksje- og obligasjonsporteføljen, 0,67 for

aksjeporteføljen og 0,13 for obligasjonsporteføljen, se figur 2.9B. Norges Banks forvaltning bidro i denne perioden til at fondet ble kompensert for den relative risikoen som ble tatt, men fondet fikk bedre betalt for risikoen i aksjeporteføljen enn i obligasjonsporteføljen.

2.2.6 Risiko og rammer

Absolutt volatilitet

Norges Bank har beregnet at *de forventede svingningene* av fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer ved utgangen av 2015 var 10,4 pst., eller om lag 780 mrd. kroner, målt ved standardavvik. Under antakelse om normalfordelte avkastningstall vil svingningene i ett av tre år være større enn ett standardavvik. Banken har videre estimert at fondet i et kraftig fallende marked kan tape om lag 24 pst. av sin verdi i løpet av en periode på ett år. Det utgjør nær 1 800 mrd. kroner.

Analysen av *de historiske svingningene* basert på månedstall viser at standardavviket for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer i 2015 var 8,9 pst., mens standardavviket for referanseindeksens avkastning var 8,8 pst. Det viser at Norges Banks forvaltning har bidratt til noe høyere svingninger i avkastningen av fondets investeringer enn i avkastningen av referanseindeksen.

Tabell 2.2 Absolutte og relative risikomål for SPU, månedlige observasjoner. 1998–2015

	2015	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2015
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	8,88	6,80	7,11	8,93	7,58
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,32	0,40	0,38	0,90	0,72
Sharpe rate-differanse	0,05	0,01	0,00	-0,02	0,01
Informasjonsrate	1,39	0,51	0,37	0,12	0,39
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	13,67	10,24	11,65	15,12	15,13
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,36	0,47	0,45	0,75	0,82
Sharpe rate-differanse	0,06	0,02	0,00	0,01	0,03
Informasjonsrate	2,28	0,80	0,49	0,36	0,67
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	2,86	2,64	2,57	3,53	3,38
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,50	0,54	0,47	1,43	1,08
Sharpe rate-differanse	-0,07	0,01	0,10	-0,06	0,00
Informasjonsrate	-0,49	-0,41	-0,19	0,03	0,13

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Standardavviket til avkastningen av fondets aksje- og obligasjonsindeks har variert over tid og økt i perioder med stor usikkerhet i markedet. Som regel har svingningene vært noe høyere enn i referanseindeksen, se figur 2.10A. Samtidig viser analyser at 99,4 pst. av svingningene i fondets avkastning skyldes svingninger i avkastningen av referanseindeksen, mens avvikene som Norges Bank tar fra referanseindeksen kun forklarer 0,6 pst. av svingningene.

Relativ risiko

Norges Bank har i 2015 bare benyttet deler av rammen for avvik fra indeksen, og banken har beregnet *forventet relativ volatilitet* ved utgangen av året til 0,3 prosentenheter. Basert på utviklingen til faktisk oppnådd differanseavkastning i 2015 er *realisert relativ volatilitet* for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer også beregnet til 0,3 prosentenheter. Figur 2.10B viser utviklingen i realisert relativ volatilitet over tid.

Forventet relativ volatilitet påvirkes både av sammensetningen av fondets investeringer og gjeldende markedsforhold. Simuleringer banken har foretatt basert på fondets avvik fra referanseindeksen ved utgangen av 2015 og ti års prishistorikk, viser at fondets relative volatilitet ville variert mellom 0,26 og 0,50 prosentenheter ved å bruke tre års rullerende perioder.

Norges Bank har beregnet hvor mye forventet relativ volatilitet som benyttes på ulike strategier. Beregningene viser at bankens interne referanseportefølje bruker 0,19 prosentenheter av samlet relativ volatilitet, allokering om lag 0,13 prosentenheter, verdipapirvalg 0,14 prosentenheter og strategier for effektiv markedseksponering 0,07 prosentenheter. Lav samvariasjon gjør at summen av enkeltbidragene blir større enn samlet relativ volatilitet.

Relativ volatilitet måler variasjon under normale markedsforhold. For ekstreme markedsforhold er andre mål mer relevante. Norges Bank har anslått at mindreavkastningen i forvaltningen

i de 2,5 pst. verste tilfellene vil være knapt 1 prosentenhet målt på årlig basis (expected shortfall). Anslaget er basert på markedsutviklingen de siste ti årene.

Kredittrisiko

Obligasjonene som inngår i referanseindeksen til SPU er tilordnet en kredittkarakter av minst ett av de store kredittvurderingsbyråene. Den skal indikere hvor sannsynlig det er at låntaker vil være i stand til å betale rentekostnadene og tilbakebetale lånet. Andelen obligasjoner med kredittkarakteren AAA² eller AA økte i 2015 fra 56 pst. til 59 pst.

Norges Bank kan investere i obligasjoner med svak kredittkarakter, såkalte høyrenteobligasjoner, men de inngår ikke i referanseindeksen til SPU. Forvaltningen skal innrettes med sikte på at slike obligasjoner ikke skal utgjøre mer enn 5 pst. av markedsverdien av obligasjonsporteføljen. Dette sikrer at Norges Bank ikke tvinges til å selge obligasjoner som nedgraderes. Ved utgangen av 2015 utgjorde høyrenteobligasjoner 0,7 pst. av fondets obligasjonsinvesteringer, samme andel som ved inngangen til året.

Kredittrisikoen i porteføljen ble gjennom året redusert noe målt ved kredittkarakter.

Enkeltinvesteringer

Fondets rolle er å være en finansiell investor, og har som et mål å spre risikoen på mange ulike verdipapirer. Finansdepartementet har derfor fastsatt at fondet innenfor aksjeporteføljen maksimalt kan eie 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap. Ved utgangen av 2015 var den største eierandelen i ett enkelt selskap i aksjeporteføljen 9,2 pst. På samme tid hadde fondets største investering målt i kroner i et enkelt selskap en markedsverdi på 51 mrd. kroner.

Rammer satt av Norges Bank

I tillegg til rammene i mandatet fra Finansdepartementet for forvaltningen av SPU, er det også stilt krav om at hovedstyret i Norges Bank skal fastsette supplerende risikorammer for forvaltningen

av SPU. Rammene som hovedstyret har satt er tilgjengelig på bankens nettsider.

I enkelte selskaper har Norges Bank valgt å investere en mindre andel av fondet enn det som følger av referanseindeksen. I aksjeporteføljen var sammenfallet med referanseindeksen ved utgangen av 2015 82,8 pst. Det betyr at summen av undervektene i enkelt selskaper utgjør 17,2 pst. av aksjeporteføljes verdi. Midlene som er frigjort ved undervektene kan brukes til å øke eierandelen i andre selskaper som inngår i indeksen eller til å investere i selskaper utenfor referanseindeksen. Norges Bank har investert i om lag 1 500 flere selskaper enn det som inngår i indeksen. Det bidrar til å spre investeringene sammenliknet med referanseindeksen. Det er bl.a. investert i selskaper som har for lav markedsverdi eller for lav omsettelighet til å bli inkludert i indeksen, og i selskaper i framvoksende markeder.

2.2.7 Kostnader

I henhold til mandatet for SPU får Norges Bank dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en øvre grense. Den var satt til 9 basispunkter av fondets gjennomsnittlige markedsverdi i 2015. Ett basispunkt svarer til 0,01 pst. For 2016 er grensen redusert til 8 basispunkter. I tillegg godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Utenom avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere var forvaltningskostnadene i 2015 på 3,4 mrd. kroner. Det tilsvarer 4,8 basispunkter av fondets gjennomsnittlige markedsverdi, opp fra 4,7 basispunkter året før.

De samlede forvaltningskostnadene økte til 3,9 mrd. kroner i 2015, fra 3,2 mrd. kroner i 2014. Ifølge Norges Bank økte kostnadene i hovedsak på grunn av en svakere kronekurs, vekst i antall ansatte og høyere kostnader knyttet til eksterne forvaltere som følge av flere mandater og mer kapital forvaltet eksternt. Målt som andel av forvaltet kapital var de samlede kostnader 5,7 basispunkter i 2015, ned fra 5,9 basispunkter i 2014. Det påløper drifts- og administrasjonskostnader i datterselskaper som er opprettet i forbindelse med eiendomsinvesteringene. I tråd med regnskapsreglene som er fastsatt for Norges Bank, trekkes disse kostnadene fra avkastningen i eiendomsporteføljen og belastes ikke forvaltningskostnadene. I 2015 utgjorde disse kostnadene 95 mill. kroner, opp fra 83 mill. kroner i 2014.

² Standard & Poor's skala for kredittkvalitet er AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D, hvor AAA er beste karakter. Obligasjoner med kredittkarakter AAA til og med BBB anses å ha høy kredittverdighet og kalles «investment grade». Obligasjoner med lavere kredittkarakter anses for å ha lav kredittverdighet og kalles «high yield».

Boks 2.2 Kostnadene i eiendomsforvaltningen

Det påløp samlede netto kostnader ved eiendomsforvaltningen på om lag 3,7 mrd. kroner i fjor. Kostnadene fordeler seg på ulike poster. De langt fleste av disse kostnadene trekkes fra når en beregner avkastningen i eiendomsporteføljen, som i et notert eiendomsselskap eller eiendomsfond.

Kostnader ved drift av bygg er knyttet til daglig drift og vedlikehold av byggene i porteføljen. Her inngår aktiviteter knyttet til utleie, renhold, elektrisitet, helse, miljø og sikkerhet, samt vaktmestertjenester, fakturering av leieinntekter og den daglige oppfølgingen av leietakerne. I 2015 utgjorde disse kostnadene 2 224 millioner kroner hvorav 1 329 millioner kroner ble viderefakturert til leietakerne.

Kostnader knyttet til forvaltning av eiendommene er i hovedsak honorarer til eiendomsforvaltere som har ansvar for å forvalte ett eller flere bygg og gjennomføre handlingsplaner for å oppnå høyest mulig avkastning med lavest mulig risiko. I 2015 var kostnadene knyttet til forvaltningen av eiendommene 651 millioner kroner.

Kostnader i selskapsstrukturen er kostnader i heleide og deleide eiendomsselskaper uten ansatte. Kostnadene for heleide selskaper består hovedsakelig av revisjons- og regnskapshonorarer, mens kostnadene for deleide selskaper i tillegg består av fondets andel av betaling til minoritetsaksjonærer i USA, betaling til partner i Storbritannia som kompensasjon av struktur i SPUs favør, ikke refunderbar merverdiavgift og andre øvrige kostnader. I 2015 var kostnadene knyttet til selskapsstrukturen 174 millioner kroner.

Kostnader ved forvaltningen av investeringene er kostnader Norges Bank har knyttet til å drifte

organisasjonen som forvalter og investerer i unotert eiendom for fondet. I dette ligger personalkostnader, IT-kostnader, konsulenttjenester og juridiske tjenester, kostnader til lokaler for ansatte og andel av felleskostnader i Norges Bank. Kostnadene påløper på to nivåer i organisasjonsstrukturen. På øverste nivå er kostnadene som påløper i Norges Bank Real Estate Management, som forvalter eiendomsinvesteringene. I 2015 var kostnadene i Norges Bank Real Estate Management 333 millioner kroner. På neste nivå er operative driftsselskaper med ansatte i Luxembourg, Tokyo og Singapore. Her er kostnadene sammenlignbare med kostnadene som påløper i Norges Bank Real Estate Management. I 2015 var forvaltningskostnadene i de operative driftsselskapene 52 millioner kroner.

Skatt er et viktig kostnadselement på fondets investeringer. I 2015 hadde fondet en betalbar skattekostnad knyttet til eiendomsinvesteringene på 100 millioner kroner, samt en utsatt skattekostnad på 452 millioner kroner.

Rentekostnader påløper på enkelte eiendomsinvesteringer som er delfinansiert ved ekstern gjeld. Denne kostnaden var 666 millioner kroner i 2015.

Transaksjonskostnader er en engangskostnad ved kjøp eller salg av eiendommer og inkluderer dokumentavgift samt andre skatter og avgifter til lokale myndigheter. Det er også kostnader ved analyser som gjøres i forkant av en investering, såkalt due diligence. I 2015 utgjorde dokumentavgift og andre skatter og avgifter knyttet til transaksjonene 83 millioner kroner, mens de øvrige transaksjonskostnadene utgjorde 245 millioner kroner.

Kostnader fordelt på strategier

Norges Bank har i avkastnings- og risikorapporten som ble lagt frem 16. mars 2016 søkt å fordele fondets kostnader på ulike investeringsstrategier. Fordelingen viser at kostnadene ved å oppnå effektiv markedseksponering i 2015 var 2,2 basispunkter. Dette inkluderer de fleste kostnadene

ved verdipapiroppbevaring. Kostnader som kan tilordnes den interne referanseporteføljen og allokering utgjorde til sammen 0,4 basispunkter, mens kostnader ved eiendomsforvaltningen utgjorde 0,5 basispunkter. Kostnadene ved verdipapirvalg var 2,6 basispunkter, fordelt på 0,8 basispunkter ved intern forvaltning og 1,8 basispunkter ved ekstern forvaltning.

Unotert eiendom

Finansdepartementet legger vekt på at kostnadene ved unoterte investeringer rapporteres slik at avkastningen kan sammenliknes med noterte investeringer. For investeringene i unotert eiendom innebærer det at mange kostnader trekkes fra ved beregning av avkastningen i eiendoms-selskapene. De samme kostnadene ville også bli trukket fra ved beregning av avkastningen i eiendomsfond eller ved beregning av overskuddet i et notert eiendomsselskap.

Fondets kostnader ved unoterte eiendomsinvesteringer påløper og fordeler seg i stor grad på samme måte som hos andre, sammenliknbare organisasjoner som investerer i og forvalter eiendom.

Internasjonal sammenlikning av kostnadene

Det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. har sammenliknet fondets kostnader i 2014 med kostnadene i over 300 andre fond. Sammenlikningen viser at SPU er blant fondene med laveste kostnader i undersøkelsen, når kostnadene måles i forhold til forvaltet kapital. En av grunnene er at SPU har få investeringer i aktivaklasser med høye kostnader, som for eksempel unoterte aksjer og eiendom. I tillegg forvaltes hoveddelen av fondet internt i Norges Bank og innslaget av ekstern forvaltning er lite. CEM finner også at den interne forvaltningen i Norges Bank er kostnadseffektiv sammenliknet med forvaltningen til de andre fondene. Rapporten fra CEM er tilgjengelig på departementets nettsider.

Kostnadsutvikling over tid

Når de avkastningsavhengige kostnadene holdes utenfor, har forvaltningskostnadene målt i kroner økt over tid, se figur 2.11. Enkelte kostnader er avhengig av størrelsen på fondet, og de vil derfor stige når kapitalen i fondet vokser. Norges Bank har økt antall ansatte, bl.a. i forbindelse med eiendomsinvesteringene. Sammen med generell lønnsøkning har det bidratt til økte interne kostnader. Deler av kostnadene i fondet påløper i andre valutaer enn norske kroner. Svekkelsen av kronen de siste to årene har bidratt til å øke kostnadene målt i kroner. Over tid har kostnadsøkningen likevel vært mindre enn økningen i fondets verdi, slik at kostnadene målt som andel av forvaltet kapital, har falt.

2.2.8 Departementets vurderinger

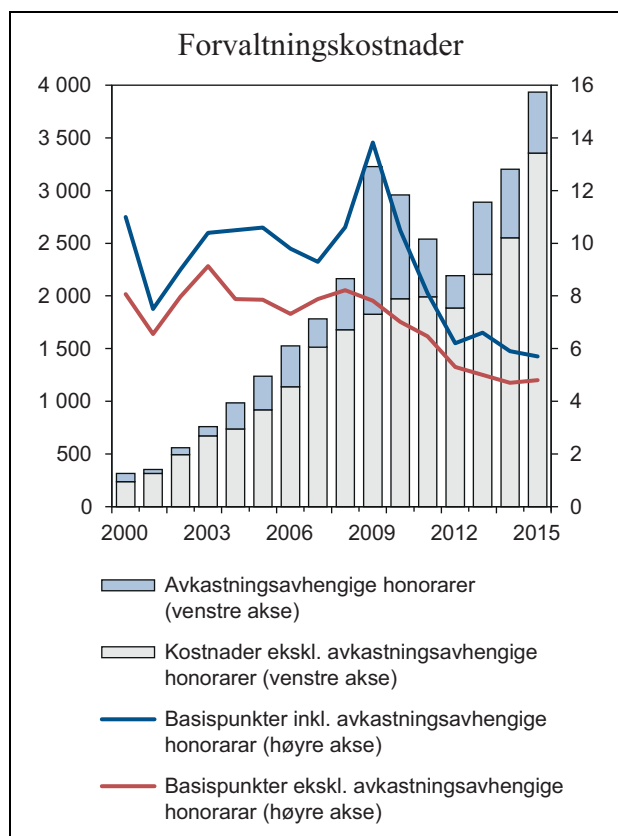
2015 var et år med store svingninger i finansmarkedene. Departementet er tilfreds med at SPU i et utfordrende år oppnådde en positiv avkastning. Spesielt var avkastningen av eiendomsinvesteringene høy, mens avkastningen av obligasjonene var lav. Rentenivået var fortsatt lavt ved utgangen av året, og en må være forberedt på lav avkastning av obligasjoner også fremover.

Avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljen var i fjor 0,5 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Det er høyere enn hva en kan forvente over tid gitt rammen for avvik fra referanseindeksen og hvor stor andel av denne Norges Bank utnytter. Departementet legger vekt på utviklingen i resultatene over tid. Departementet er tilfreds med at gjennomsnittlig årlig brutto avkastning siden 1998 har vært drøyt $\frac{1}{4}$ prosentenheter høyere enn referanseindeksen.

Unoterte eiendomsinvesteringer er fortsatt et relativt nytt investeringsområde for SPU og det er nødvendig å bygge kompetanse og erfaring over tid. Investeringer i unotert eiendom krever også en annen tilnærming til forvaltningsoppdraget enn investeringer i noterte aksjer og obligasjoner. Departementet legger vekt på resultater over tid, og eiendomsinvesteringene i SPU har en for kort historikk til å kunne trekke sikre konklusjoner om hvor vellykket forvaltningen har vært. Departementet er likevel tilfreds med at avkastningen av eiendomsinvesteringene har vært høy de siste årene, både absolutt og sammenliknet med avkastningsmålet.

Finansdepartementet fastsatte 1. februar 2016 utvidede krav til Norges Banks rapportering og styring av risiko, se avsnitt 3.4. Årsrapporteringen for 2015 er første gang banken rapporterer etter at de nye kravene ble tatt inn i mandatet. Norges Bank har lagt fram en utvidet rapport om avkastning og risiko i SPU, og vil i april legge fram en særskilt rapport om fondets eiendomsinvesteringene. De to siste årene har banken også publisert en særskilt rapport om ansvarlig forvaltning. I tillegg publiserer banken informasjon på bankens nettsider. Det er positivt at den utvidede rapporteringen bidrar til ytterligere åpenhet om forvaltningen av fondet.

Departementet er tilfreds med at forvaltningskostnadene er lave sammenliknet med andre fond målt som andel av forvaltet kapital. Dette tyder på at Norges Bank klarer å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. I kroner er kostnadene likevel betydelige, og det er viktig å vur-



Figur 2.11 Utvikling i forvaltningskostnadene i SPU. Målt i millioner kroner (venstre akse) og i basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 pst.

Kilde: Norges Bank.

dere om forvaltningen kan bli mer effektiv. Kostnadene kan likevel øke noe i takt med at andelen eiendomsinvesteringer i fondet øker, og vil også kunne påvirkes av endringer i kronekursen.

2.3 Kontroller

2.3.1 Gjennomgang av avkastningstallene

Finansdepartementet har i mandatet for SPU stilt krav om at Norges Bank i den finansielle rapporteringen skal følge den internasjonale regnskapsstandarden IFRS og at avkastningsmålingene baseres på standarden GIPS (Global Investment Performance Standards). Selskapet Spaulding Group verifiserer at avkastningstallene samsvarer med GIPS. En egen GIPS-rapport er tilgjengelig på Norges Banks nettsider.

På oppdrag fra Finansdepartementet kontrollerer Spaulding Group i tillegg avkastningstallene i SPU. Kontrollberegningene for regnskapsåret 2015 viser ingen avvik fra Norges Banks rapporterte avkastningstall. Rapporten er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider.

I tråd med styringsmodellen for fondet fører Norges Banks representantskap tilsyn og kontroll med at Norges Bank overholder de regler som er fastsatt for bankens drift. Representantskapet velger bankens eksterne revisor og fastsetter bankens årsregnskap.

Fra og med 2013 har den prosentvise avkastningen av SPUs investeringer vært inkludert i notene til bankens årsregnskap. Det innebærer at bankens eksterne revisor gjør nødvendige kontroller for å påse at avkastningsberegningene er korrekte, før representantskapet fastsetter regnskapet.

Finansdepartementets avtale med Spaulding Group om kontroll av avkastningstall gjelder til og med regnskapsåret 2015. Departementet legger imidlertid ikke opp til å inngå en ny avtale med eksterne konsulenter siden representantskapet med bistand fra bankens eksterne revisor nå kontrollerer avkastningsberegningene.

2.3.2 Attestasjonsoppdrag

Norges Banks representantskap har bedt bankens revisor (Deloitte) om å utføre et attestasjonsoppdrag knyttet til Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll av eiendomsforvaltningen i SPU.

Gjennomgangen omfattet en vurdering av tre hovedområder:

- Hovedstyrets styrings- og kontrollrammeverk, herunder fastsettelse og vurdering av risikotoleranse, investeringsmål og oppfølging av disse.
- Norges Banks Real Estate Managements (NBREM) risikostyring og kontrollstruktur, herunder fastsettelse av roller og ansvar, policyer, prosedyrer og eskaleringsprosesser, overvåking av finansiell- og omdømmerisiko og vurdering av kompetanse og erfaring.
- Gjennomganger og vurderinger av investeringsmuligheter (due diligence) og investeringsbeslutninger, herunder kriterier for evaluering av investeringsmuligheter, retningslinjer for due diligence og oppfølging av investeringsresultater og avkastning.

NBREM omfatter i attestasjonsoppdraget den delen av Norges Bank Investment Managements (NBIMs) organisasjon som arbeider med unoterte eiendomsinvesteringer og inkluderer ledelsen i NBREM og den relevante delen av styringsstrukturen i Norges Bank, inkludert hovedstyret og leder av NBIM.

Revisors vurdering er at rammeverket for risikostyring og kontroll er utformet og implementert i samsvar med de fastlagte målekriteriene som ble fastsatt for gjennomgangen. Det påpekes at vurderingen tar utgangspunkt i dagens omfang av eiendomsinvesteringene.

Revisor viser til at eiendomsvirksomheten er under betydelig utvikling og at rammeverket for risikostyring, herunder policyer og prosedyrer, vil måtte videreutvikles i takt med økt omfang av virksomheten og endring i risikobildet. Som en del av videreutviklingen arbeider NBREM bl.a. med å:

- styrke porteføljeanalyse og overvåkning,
- tydeliggjøre ansvaret som risikostyrings- og kontrollfunksjonen i NBREM har for oppfølging av investeringsrisiko og etablere retningslinjer og rutiner som reflekterer dette ansvaret,

- ferdigstille og implementere prosessen som er under utarbeidelse for regelmessig evaluering av etablert styring og kontroll hos eksterne eiendomsforvaltere og investeringspartnere.

Etter revisors vurdering vil dette bidra til ytterligere å styrke risikostyringen i tråd med utviklingen av virksomheten.

Revisor viser videre til at eiendomsvirksomheten skiller seg vesentlig fra NBIMs øvrige investeringsvirksomhet og at utviklingen i eiendomsvirksomheten og de risikoene som eiendomsvirksomheten representerer derfor kan gi grunnlag for å vurdere om hovedstyret i større grad bør tydeliggjøre særskilte risikostyringsprinsipper.

3 Statens pensjonsfond utland: videreutvikling av strategi og forvaltning

3.1 Innledning

Investeringsstrategien for SPU er utviklet over tid, basert på grundige vurderinger. Vurderingene har tatt utgangspunkt i hvordan ulike valg forventes å påvirke forholdet mellom avkastning og risiko. Viktige veivalg er forankret i Stortinget.

Et viktig tema i årets melding er investeringer i unotert eiendom og infrastruktur. Gjeldende mandat for SPU legger opp til at inntil 5 pst. av fondet skal være investert i en egen eiendomsportefølje. Investeringene i eiendom er i en oppbyggingsfase, og ved utgangen av 2015 var eiendomsporteføljen på 3,1 pst. av fondskapitalen. Dagens mandat åpner ikke for investeringer i unotert infrastruktur. Investeringer i eiendom er omtalt i avsnitt 3.2, herunder hvordan slike investeringer bør reguleres i mandatet for SPU. Investeringer i unotert infrastruktur er omtalt i avsnitt 3.3.

Norges Bank har anledning til å avvike noe fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Rammen for avvik fra referanseindeksen er økt fra 1. februar i år, i tråd med Stortingets behandling av fjorårets fondsmelding. Det er samtidig stilt nye krav til innramming av risiko og mer detaljert rapportering. De nye kravene er gjort rede for i avsnitt 3.4.

Regjeringen har satt ned to offentlige utvalg som angår forvaltningen av SPU. Det ene utvalget skal vurdere aksjeandelen i SPU, se avsnitt 3.5. Det andre utvalget vurderer sentralbankloven og styringsstrukturen i Norges Bank, se avsnitt 3.6.

3.2 Investeringer i eiendom

3.2.1 Innledning

Finansdepartementet har utredet om andelen av SPU som investeres i eiendom bør økes og reguleringen av slike investeringer, se også fondsmeldingen for 2014. Som ledd i dette arbeidet har departementet bedt om analyser og vurderinger både fra en ekspertgruppe (Stijn Van Nieuwerburgh, Richard Stanton og Leo de Bever) og Norges Bank. De ble også bedt om å vurdere

investeringer i unotert infrastruktur, se avsnitt 3.3. I tillegg har analyseselskapet og indeksleverandøren MSCI på oppdrag for departementet utarbeidet en rapport om sammensetningen av det globale investerbare kapitalmarkedet mv.

Ekspertgruppens rapport og Norges Banks råd ble lagt fram i desember 2015, og ble drøftet på et faglig seminar som Finansdepartementet arrangerte 17. desember 2015. Departementet har også holdt et dialogmøte med ulike fagmiljøer 21. januar 2016 der eiendom og infrastruktur var tema.

Bakgrunns materialet om eiendom og infrastruktur er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider.

3.2.2 Eiendomsinvesteringene

I 2008 ble det besluttet at inntil 5 pst. av fondet skulle investeres i eiendom, se fondsmeldingen for 2007 og Stortingets behandling av denne. Det ble da pekt på at eiendom er den tredje største aktivaklassen internasjonalt etter aksjer og obligasjoner. Begrunnelsen var bl.a. å spre risikoen i fondet ytterligere, høste premier fra investeringer i mindre omsettelige aktiva, samt å øke investeringene i realaktiva for best mulig å bevare fondets internasjonale kjøpekraft. I 2010 endret Finansdepartementet mandatet for SPU slik at fondet kunne investeres i eiendom.

Ved utgangen av 2015 var 3,1 pst. av fondet investert i en egen eiendomsportefølje, tilsvarende 235 mrd. kroner. Investeringene i eiendom er fortsatt i en oppbyggingsfase. Hoveddelen av eiendomsporteføljen bestod av investeringer i *unotert* eiendom (77 pst., eller tilsvarende 2,4 pst. av SPU).¹ De unoterte eiendomsinvesteringene var fordelt geografisk om lag likt i USA og i europeiske land.

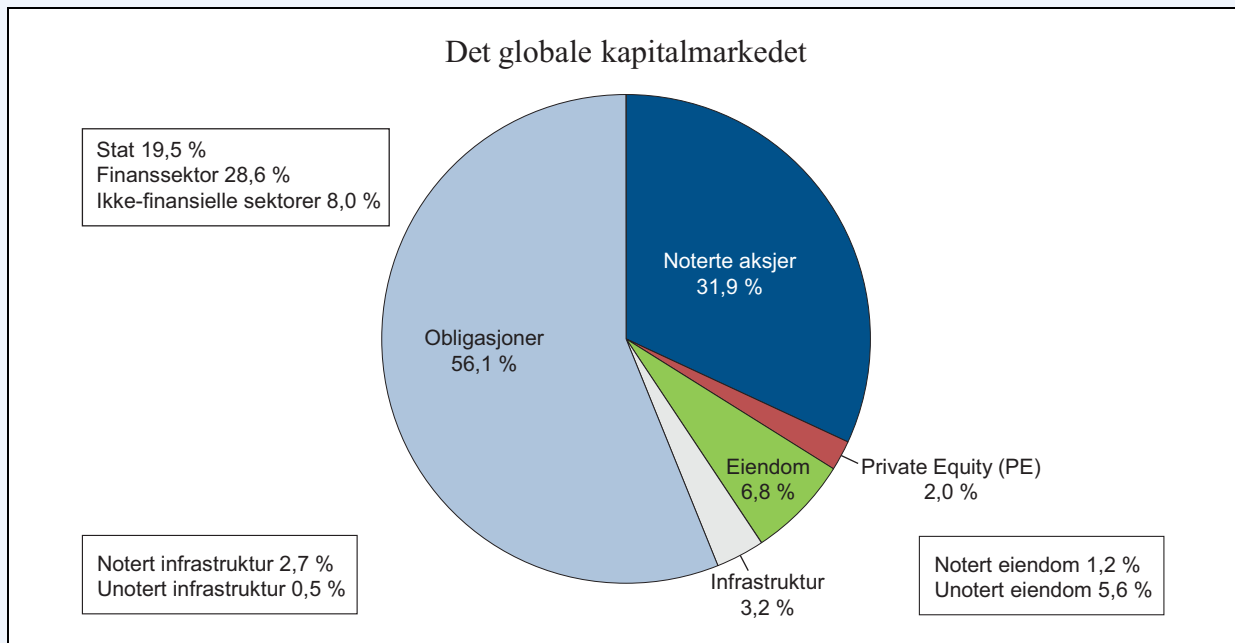
Norges Bank har fastsatt en strategi om å bygge opp en global, men konsentrert eiendomsportefølje. Strategien innebærer å investere i uno-

¹ Aksjer i noterte eiendomsselskaper stod for den resterende andelen. Investeringene i noterte eiendomsaksjer som inngår i eiendomsporteføljen kommer i tillegg til investeringene i noterte eiendomsselskaper som følger av referanseindeksen for aksjer.

Boks 3.1 Det globale kapitalmarkedet

I en analyse MSCI har utført for Finansdepartementet blir det globale kapitalmarkedet som er tilgjengelig for investorer anslått til nærmere 125 trillioner USD ved utgangen av juni 2015. Figur 3.1 viser hvordan markedet er fordelt på ulike aktivaklasser. Ifølge analysen utgjør eiendom 6,8 pst. av det totale investerbare markedet.

Infrastruktur utgjør 3,2 pst. Mens unoterte investeringer utgjør hoveddelen av eiendomsmarkedet, er hoveddelen av infrastrukturmarkedet notert på børs. Til sammen står det unoterte eiendoms- og infrastrukturmarkedet for 6,1 pst. av markedet. Anslag på markedsporteføljen er usikre.



Figur 3.1 Det globale, investerbare kapitalmarkedet fordelt på aktivaklasser per 30. juni 2015

Kilde: MSCI.

Andelen eiendom i markedsporteføljen varierer en god del mellom ulike studier avhengig av hvor en plasserer investeringer i gjeld. Normalt anslås andelen eiendom ut fra verdien av investeringer i egenkapital, i likhet med anslag på andelen aksjer. Tallene fra MSCI er basert på en

slik definisjon. Enkelte studier inkluderer investeringer i unotert eiendom i form av lån fra institusjonelle investorer, banker og forsikringselskaper, noe som gir en nær dobling av andelen eiendom i markedsporteføljen.

tert eiendom i et begrenset antall store byer i sentrale markeder.

Investeringene i unotert eiendom i SPU består i hovedsak av eierandeler i kontoreiendommer og eiendommer for logistikk og varehandel, og banken har i de fleste tilfeller investert i partnerskap med andre eiendomsinvestorer. Alle investeringene i unotert eiendom er organisert gjennom egne datterselskaper for å begrense ansvaret og risikoen ved den enkelte investering.

Siden oppstart i første kvartal 2011 og frem til utgangen av 2015 er det oppnådd en årlig gjennomsnittlig avkastning av de unoterte eiendomsinvesteringene på 6,9 pst., målt i fondets valutakurv og fratrukket transaksjonskostnader. Transaksjonskostnadene ved investeringene vil i oppbyggingsfasen være betydelige, og vil påvirke avkastningen. Over tid vil betydningen av transaksjonskostnadene på avkastningen avta. Avkastningen på 6,9 pst. er om lag 2,7 prosent-

heter høyere enn avkastningen som er oppnådd på fondets obligasjonsinvesteringer i samme periode, men om lag 1,7 prosentenheter lavere enn avkastningen av fondets aksjeinvesteringer.

Finansdepartementet har fastsatt et avkastningsmål for investeringene i eiendom, som er definert ved IPD-indeksen levert av indeksleverandøren MSCI. Siden oppstart i første kvartal 2011 og frem til utgangen av 2014 var den årlige gjennomsnittlige avkastningen av de unoterte eiendomsinvesteringene om lag 0,8 prosentenheter høyere enn avkastningen av IPD-indeksen.² Det må bl.a. ses i sammenheng med at fondets portefølje av unotert eiendom avviker fra sammensetningen av IPD-indeksen, særlig fordi Norges Bank har valgt å investere en større andel i kontoreiendommer i sentrale storbyer i Europa og USA enn indeksen.

Forvaltningskostnadene for unotert eiendom er høyere enn for fondets investeringer i aksjer og obligasjoner. Det er et generelt kjennetegn ved unoterte investeringer. Finansdepartementets årlige kostnadssammenligning av SPU med andre store fond, utført av det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc., viser at kostnadene ved unotert eiendom i SPU var om lag på linje med andre store investorer som har organisert eiendomsforvaltningen gjennom datterselskaper.

Norges Bank har i sin strategiplan for SPU uttrykt en forventning om en årlig økning i eiendomsinvesteringene tilsvarende 1 pst. av SPU, med mål om at investeringene vil utgjøre om lag 5 pst. av fondet ved utgangen av planperioden som strekker frem til 2016. Videre er det i strategiplanen anslått at 600 ansatte vil arbeide med forvaltningen av fondet innen utgangen av 2016, hvorav om lag 200 innen eiendom. Norges Bank viser i brev 25. november 2015 til at stordriftsfordeler i den operative forvaltningen tilsier at økningen i antall ansatte vil være mindre enn økningen i investeringene i eiendom.

3.2.3 Råd om investeringer i eiendom

Ekspertgruppens og Norges Banks råd om eiendom er basert på flere forhold, herunder:

- hvor stor andel eiendom utgjør av det globale, investerbare kapitalmarkedet,
- analyser av avkastnings- og risikoegenskapene til eiendom, aksjer og obligasjoner,

- særtrekk ved SPU og forvalters fortrinn innen unoterte investeringer og
- sammenliknbare fonds investeringer i eiendom.

Markedsstørrelse

Ekspertgruppen og Norges Bank har kommet med ulike anslag på størrelsen av eiendomsmarkedet, noe som skyldes forskjeller i hvilke finansielle instrumenter som er lagt til grunn. Norges Bank mener at det ikke er relevant for fondets investeringsmuligheter å se på hvordan bygninger er finansiert, og at anslag på eiendomsmarkedets størrelse derfor bør omfatte både gjelds- og egenkapitalfinansiering. Med denne definisjonen anslår banken at samlet verdi av investerbar eiendom, både notert og unotert, utgjør mellom 10 og 15 pst. av samlede finansielle investeringer globalt. Ekspertgruppen ser utelukkende på egenkapitalfinansiering, og anslår at eiendomsmarkedet utgjør om lag 6 pst. Med ekspertgruppens definisjon vil lånefinansiering av bygninger betraktes på samme måte som lånefinansiering av selskaper og andelen eiendom blir bestemt tilsvarende som andelen aksjer.

Størrelsen på det globale kapitalmarkedet er også anslått av MSCI på oppdrag for Finansdepartementet, se boks 3.1.

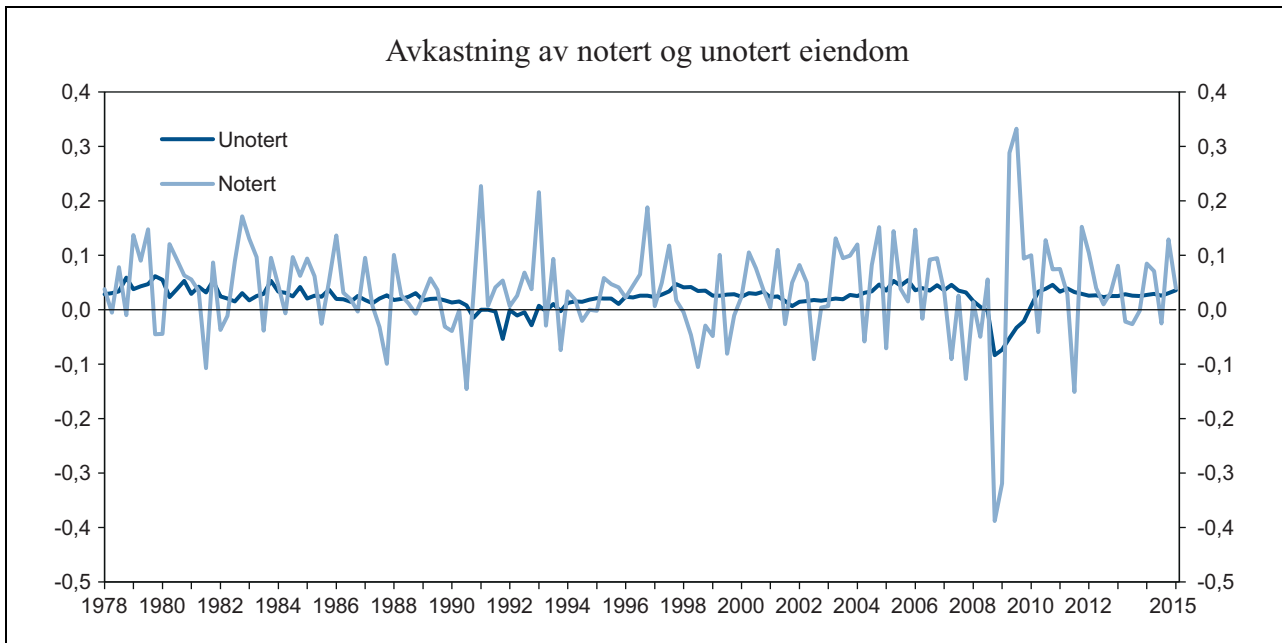
Avkastning og risiko

Det er generelt begrenset med data for avkastning og risiko ved investeringer i unotert eiendom, med unntak av for det amerikanske markedet. Både Norges Bank og ekspertgruppen peker på at begrenset datatilgang gjør vurderingene av avkastning og risiko ved eiendomsinvesteringer krevende og usikre.

Ekspertgruppen velger å basere sine anbefalinger på egne analyser av historisk avkastning for noterte eiendomsaksjer. Gruppen viser til flere dataproblemer som gjør det vanskelig å sammenlikne avkastning og risiko mellom noterte og unoterte eiendomsindekser, bl.a. at prisene i unoterte indekser er basert på takster og derfor er glattet og har et etterslep i forhold til markedsverdier, se figur 3.2. En gjennomgang av forskningslitteraturen indikerer likevel at avkastnings- og risikoegenskapene ved notert og unotert eiendom er like på lang sikt. Data for noterte eiendomsindekser er derfor etter ekspertgruppens syn en god indikator for hele eiendomsmarkedet.

Analysene til ekspertgruppen viser at investorer i det noterte eiendomsmarkedet er blitt kom-

² Den globale IPD-indeksen foreligger med et visst tidsetter-slep. Avkastningsmålet ble endret i 2013, samtidig som Finansdepartementet åpnet opp for unoterte eiendomsinvesteringer i land utenfor Europa.



Figur 3.2 Kvartalsvis avkastning av noterte (REIT) og unoterte (NCREIF) eiendomsindekser. Prosent

Kilde: Van Nieuwerburgh, Stanton og de Bever (2015).

pensert for generell markedsrisiko, men at det ikke har vært noen meravkastning ut over dette. Ekspertene peker på at eiendomsmarkedet er blitt mer integrert med resten av kapitalmarkedet i løpet av de siste 20 årene, noe som begrenser muligheten for ytterligere gevinster fra risikospredning. Ekspertgruppens konklusjon er at det ikke er grunnlag for å anbefale en høyere andel eiendom i SPU. Det anbefales i stedet at departementet delegerer beslutningen om andelen eiendom i SPU til Norges Bank, innenfor en øvre ramme.

Ekspertene peker samtidig på at dagens verdsettelse av eiendom, særlig det segmentet Norges Bank har investert i, er historisk høy både absolutt og relativt til eiendommenes netto driftsinntekter. En oppbygging av eiendomsporteføljen bør derfor etter ekspertgruppens syn skje gradvis. Vurderingen av verdsettelse er ikke basert på en sammenlikning med andre aktivklasser, som aksjer og obligasjoner.

Norges Banks råd om eiendom er basert både på en gjennomgang av forskning og egne analyser av avkastning og risiko, med utgangspunkt i data for unoterte investeringer. I gjennomgangen av forskning har banken sett på studier som beregner optimal porteføljesammensetning. Studiene viser stor variasjon i anslag på optimal andel eiendom, men en normal andel ligger på mellom 10 og 20 pst. Norges Bank viser videre til at vurderingene i de fleste studiene, og bankens egne analyser, er at

investeringer i eiendom vil bedre forholdet mellom avkastning og risiko i SPU.

Norges Bank mener også at sammenhengen mellom økonomisk vekst og avkastningen av unoterte eiendomsinvesteringer er positiv og sterkere enn sammenhengen mellom økonomisk vekst og avkastningen av aksjer. Banken viser til at det kan forklare at investeringer i eiendom synes å bidra til bedre risikospredning på lang sikt.

Komparative fortrinn i unotert eiendom

Særtrekk og fortrinn kan gjøre det mulig å oppnå en høyere avkastning av investeringer i unoterte markeder enn gjennomsnittsinvestoren. Ifølge Ang, Brandt og Denison (2014) har ledende, globale aktører innen unoterte markeder med særtrekk som stor kapitalbeholdning og lang tidshorison, gode muligheter for å holde eiendeler med lav omsettelighet og utvikle fortrinn gjennom intern forvaltning.

Både ekspertgruppen og Norges Bank peker på at SPU og forvalter har, og trolig kan videreutvikle, særtrekk og fortrinn i forvaltningen av unoterte eiendomsinvesteringer sammenliknet med andre investorer.

Norges Bank viser til at særtrekkene gjør det mulig å gi bud i eiendomsauksjoner uten forbehold om finansiering og til at en kan bruke den nødvendige tid for å utvikle eiendommer. Det

vises også til begrenset sannsynlighet for at unoterte investeringer må selges på grunn av store, uventede uttak fra fondet.

Ekspertgruppen viser til eksempler fra sammenliknbare fond som rapporterer om en betydelig meravkastning over tid relativt til noterte investeringer. Det vises også til studier som finner at investorer som har mye kapital under forvaltning, og som bygger opp intern kompetanse, kan oppnå både lavere kostnader og høyere avkastning enn mindre investorer. Mulige forklaringer er at store fond har bedre muligheter til å tiltrekke seg og beholde gode forvaltere, mer ressurser til analyse og oppfølging av investeringsobjekter eller bedre tilgang til gode prosjekter. Både ekspertgruppen og Norges Bank peker på at SPU har egenskaper som er godt egnet til å bygge opp og utnytte denne type stordriftsfordeler.

Sammenliknbare fonds investeringer

Ekspertgruppen og Norges Bank viser til at det er store variasjoner mellom institusjonelle investorer i hvor stor andel som er investert i eiendom. Ekspertgruppen viser til en artikkel basert på CEM-databasen som finner at andelen notert og unotert eiendom blant store pensjonsfond har vært om lag 6-7 pst. i perioden 1990–2011. Norges Bank viser til rapporter fra CEM Benchmarking og bankens egen gjennomgang, som indikerer en gjennomsnittlig allokering til eiendom blant institusjonelle investorer på om lag 10 pst., og at langsiktige investorer har en noe høyere andel enn dette.

Råd fra Norges Bank og ekspertgruppen

Norges Bank anbefaler at eiendomsandelen i SPU økes fra 5 til 10 pst., og at det settes et intervall rundt dette målet på 5 prosentenheter for å unngå at markedsutviklingen fremtvinger u hensiktsmessige tilpasninger. Ekspertgruppen anbefaler ikke en bestemt fast andel eiendom, men mener at beslutninger om økte investeringer i eiendom bør delegeres til Norges Bank innenfor en øvre ramme på 10 pst.

3.2.4 Dagens regulering av eiendomsinvesteringer

Finansdepartementet har i mandatet for SPU fastsatt en strategisk referanseindeks bestående av referanseindekser for aksjer og obligasjoner, samt en allokering til en egen eiendomsportefølje. Referanseindeksen har en sentral rolle i mandatet og

er med på å sikre en klar ansvarsdeling mellom Norges Bank og Finansdepartementet. Mandatet stiller flere krav til særskilt risikostyring av eiendomsporteføljen, herunder at Norges Bank selv skal fastsette supplerende rammer for å begrense risikoen i porteføljen.

Det er i mandatet fra Finansdepartementet åpnet for at eiendomsporteføljen kan investeres i noterte aksjer og rentebærende instrumenter, i tillegg til unotert eiendom. Avkastningen på eiendomsporteføljen måles mot IPD-indeksen. Finansdepartementet har tidligere pekt på at IPD-indeksen ikke er egnet som en referanseindeks for noterte eiendomsinvesteringer eller som utgangspunkt for å måle og styre risiko. Selv om dette er den mest anerkjente og benyttede indeksen for verdiutvikling i unotert eiendom, har den flere svakheter i forhold til indekser sammensatt av noterte aksjer og obligasjoner. IPD-indeksen representerer i mange markeder bare en mindre andel av det totale eiendomsmarkedet. Videre er den basert på selvrapporterte takstverdier, og ikke på priser som kan observeres i et marked. Sammensetningen og beregningsgrunnlaget er kun kjent for indekssleverandøren og det er ikke mulig å gjenskape avkastningen av indeksen ved å investere i alle eiendommene som inngår i indeksen.

Fordi indeksen ikke er investerbar, og er basert på takstverdier, er det vanskelig å måle avkastning eller ramme inn risiko på samme måte som i noterte markeder. Verdiutviklingen av IPD-indeksen vil svinge mindre og utvikle seg med et tidsetterslep sammenliknet med aksjer i noterte eiendomsselskaper. Det medfører utfordringer for måling, styring og kontroll av risiko og resultater. Norges Bank peker på at en utfordring med dagens regulering er at eiendomsinvesteringene ikke fanges opp av en samlet ramme for markedsrisiko i SPU. Dette gjør det mer krevende å styre, kontrollere og rapportere samlet markeds- og valutarisiko for SPU.

3.2.5 Råd om videreutvikling av rammeverket for eiendomsinvesteringer

Valg av referanseindeks for eiendom

Ekspertgruppen anbefaler at departementet i mandatet for SPU benytter noterte aksjer og obligasjoner som referanseindeks for alle fondets investeringer, herunder investeringer i unotert eiendom. De viser til at det er usikkert om en særskilt strategisk allokering til eiendom vil bedre forholdet mellom avkastning og risiko sammenliknet med en referanseindeks av noterte aksjer og

obligasjoner. Ekspertgruppen mener det faglige grunnlaget for en slik allokering er for usikkert til at det bør gjenspeiles i Finansdepartementets sammensetning av den strategiske referanseindeksen for SPU.

Ekspertgruppen skriver i sin rapport at et fast mål på andelen eiendom, slik det er i dagens mandat, ikke tar tilstrekkelig høyde for at avkastningsmulighetene i unoterte markeder varierer over tid. Med en fast andel vil forvalter kunne gjennomføre investeringer i unotert eiendom utelukkende for å nå det fastsatte målet, uten at det tas høyde for at avkastningsmulighetene varierer over tid. En risikerer derfor å gjennomføre investeringer med lav forventet avkastning. Ekspertgruppen viser til at banken har mer nærhet til markedet enn Finansdepartementet, og dermed har bedre forutsetninger for å vurdere slike investeringer. Investeringer i unotert eiendom bør derfor etter ekspertgruppens syn inngå som en del av rammene for Norges Banks forvaltning.

Ekspertgruppen anbefaler at Norges Bank benytter den såkalte alternativkostnadsmodellen til å fastsette et avkastningskrav som er tilpasset den enkelte konkrete investering i unotert eiendom. Det vises til at et slikt avkastningskrav kan settes ved først å velge en notert eiendomsaksje med tilsvarende avkastning og risiko, herunder type eiendom og beliggenhet og justert for gjeldsgrad. Markedsrisikoen for denne eiendomsaksjen anslås deretter som en kombinasjon av risikoen i noterte aksje- og obligasjonsindekser. Avkastningskravet for den enkelte unoterte investering er forventet avkastning ved å ta tilsvarende markedsrisiko gjennom investeringer i indeksene for noterte aksjer og obligasjoner. Dersom risikoen kan anslås med stor grad av presisjon og unoterte investeringer kan finansieres ved å selge aksjer og obligasjoner i et forholdstall som følger av disse anslagene, antas den samlede systematiske risikoen å være uendret uavhengig om den unoterte investeringen gjennomføres eller ikke.

Formålet med alternativkostnadsmodellen er at forvalter vil investere i unotert eiendom kun dersom investeringen forventes å bedre forholdet mellom avkastning og risiko. Samtidig unngår en med en slik modell bruk av referanseindekser for unoterte investeringer.

Norges Bank legger til grunn at en større andel eiendom i SPU vil bedre forholdet mellom avkastning og risiko og anbefaler at målet for investeringer i eiendom økes fra 5 til 10 pst. av fondskapitalen. Banken mener likevel at et slikt mål ikke bør gjenspeiles i sammensetningen av

den strategiske referanseindeksen, og foreslår at alle investeringer måles mot referanseindeksen av noterte aksjer og obligasjoner. Referanseindeksen vil dermed være investerbar, gjenspeile eiers toleranse for svingninger i avkastningen og benyttes som utgangspunkt for måling av avkastning og risiko for fondet samlet.

Styring av risiko

Ekspertgruppen foreslår at alternativkostnadsmodellen brukes til å styre markedsrisikoen i unoterte investeringer. Ettersom investeringer i unotert eiendom med denne modellen finansieres med salg av noterte aksjer og obligasjoner fra referanseindeksen med anslått lik markedsrisiko, vil den samlede markedsrisikoen i SPU ikke endres. Modellen vil likevel ikke fange opp alle typer risiko. For eksempel medfører unoterte investeringer ofte store enkeltinvesteringer med lav omsettelighet sammenliknet med noterte investeringer. Ekspertgruppen viser også til at avkastningen av eiendom i noen grad kan være bestemt av andre faktorpremier som ikke fanges opp av indekser for noterte aksjer og obligasjoner. Risiko som ikke fanges opp gjennom alternativkostnadsmodellen, slik som annen systematisk risiko og aktivaspesifikk risiko, kan i stedet styres gjennom supplerende risikorammer i mandatet. Ekspertgruppen anbefaler bl.a. at det i mandatet fastsettes særskilte krav til spredning av eiendomsinvesteringene, og at det settes en øvre ramme for investeringer i eiendom på 10 pst. for å sikre at aktivafordelingen i SPU ikke avviker for mye fra referanseindeksen.

Norges Banks avvik fra referanseindeksen for aksje- og obligasjonsinvesteringene reguleres i dag gjennom en ramme på 1,25 prosentenheter målt ved forventet relativ volatilitet. Norges Bank anbefaler at eiendomsinvesteringene inkluderes i denne rammen fordi en da oppnår en samlet ramme for markeds- og valutarisiko i SPU. Anbefalingen innebærer at risikoen for at avkastningen av SPU avviker fra referanseindeksens avkastning, måles og styres innenfor samme ramme. Norges Bank viser i brev 26. november 2015 til at banken operasjonelt er i stand til å håndtere overgangen til et mer helhetlig rammeverk i tråd med ovennevnte forslag. Banken viser til at avvikene mellom avkastningen av fondets investeringer og referanseindeksen på kort og mellomlang sikt kan bli noe større enn hva som til nå har vært tilfellet når eiendomsinvesteringene vil omfattes av rammen for forventet relativ volatilitet. Norges Bank mener det vil være naturlig å komme tilbake til spørsmålet om rammen for relativ volatilitet etter

hvert som innslaget av unoterte investeringer i fondet øker.

Norges Bank viser til at dagens modell innebærer at referanseindeksen representerer en strategi forvalter i stor grad er forventet å følge. Banken skriver at i en alternativkostnadsmodell får referanseindeksen en annen rolle enn i dag. Referanseindeksen vil ikke lenger være en strategi forvalter er forventet å følge tett, men et indirekte uttrykk for eiers risikotoleranse. Norges Bank skriver at de framover vil arbeide videre med spørsmålet om et absolutt risikomål. Et slikt mål vil ifølge banken være et bedre styringsverktøy dersom eier primært ønsker å styre samlet markedsrisiko i forvaltningen og i mindre grad påvirke valg av enkeltinvesteringer. Det vil også arbeides videre med spørsmålet om valutakurven bør fastsettes på et annet grunnlag enn det som følger av dagens referanseindeks. Eiendomsinvesteringene inngår ikke i dagens valutakurv for fondet, men avkastningen måles likevel i denne kurven.

Ekspertgruppen peker på at en alternativkostnadsmodell vil være mer krevende å implementere enn dagens rammeverk, men viser også til at en slik modell er mer egnet for langsiktige investeringer enn kortsiktige risikomål som forventet relativ volatilitet. En utfordring med begge modellene er likevel at det er vanskelig å anslå markedsrisikoen i unoterte investeringer.

3.2.6 Departementets vurderinger

Innledning

Finansdepartementet har i mandatet for SPU fastsatt at inntil 5 pst. av fondet skal investeres i en egen eiendomsportefølge. Fondets investeringer i eiendom er fortsatt i en oppbyggingsfase, og eiendomsporteføljen utgjorde 3,1 pst. av fondskapitalen ved utgangen av 2015. Det er åpnet for at eiendomsporteføljen også kan plasseres i noterte eiendomsaksjer innenfor rammer fastsatt av banken.

I mandatet inngår eiendomsporteføljen i den strategiske referanseindeksen for fondet. Avkastningen av eiendomsporteføljen måles mot en indeks av unotert eiendom, IPD-indeksen. Departementet har tidligere mottatt råd fra Ang, Brandt og Denison (2014) om at reguleringen av eiendomsinvesteringene bør endres. Videre har både ekspertgruppen (Van Nieuwerburgh, Stanton og de Bever) og Norges Bank anbefalt å endre reguleringen av eiendom. Ekspertgruppen og Norges Bank peker på at IPD-indeksen er lite egnet som avkastningsmål for eiendom, og at en heller bør benytte en referanseindeks sammensatt av

noterte aksjer og obligasjoner. Departementet deler vurderingene av svakhetene ved dagens avkastningsmål. Departementet har også mottatt råd fra ekspertgruppen og Norges Bank om at risikoen ved eiendomsinvesteringene bør styres på en annen måte enn i dag.

Referanseindeks av noterte aksjer og obligasjoner

I tråd med mottatte analyser og vurderinger legger departementet opp til å gå bort fra dagens strategiske referanseindeks med en egen eiendomsportefølge og tilhørende avkastningsmål. Fondets strategiske referanseindeks vil dermed bare bestå av referanseindeksene for aksjer og obligasjoner. Departementet mener en slik referanseindeks er bedre egnet enn IPD-indeksen for å vurdere bankens resultater i eiendomsforvaltningen. Norges Banks resultater vil dermed bli målt mot en bredt sammensatt indeks som i utgangspunktet kan følges tett, og til lave kostnader. Det innebærer en klarere ansvarsdeling mellom departementet og banken i forvaltningen av fondet.

Referanseindeksene for aksjer og obligasjoner bygger dessuten på et solid faglig grunnlag og sikrer en bred risikospredning. Aksjeindeksen inkluderer fast eiendom gjennom noterte eiendomsselskaper og -fond i tillegg til eiendom som eies av selskaper i andre sektorer. Departementet har merket seg at ekspertgruppen ikke finner at noterte eiendomsaksjer gir et bedre forhold mellom avkastning og risiko enn aksjer i andre sektorer. Dette indikerer at finansmarkedene gjennomgående er velfungerende, og at aksjer med lik risiko kan forventes å ha samme avkastning, uavhengig av hvilken sektor i økonomien de tilhører. Ekspertgruppen har gått gjennom finanslitteraturen og konkluderer med at investeringer i unotert og notert eiendom gjennomgående har hatt tilsvarende egenskaper på lang sikt. Det er dermed usikkert om investeringer i unotert eiendom vil gi bedre spredning av risiko eller høyere forventet avkastning som følge av lavere omsettelighet. Samtidig gjør begrensede data for unoterte investeringer det vanskelig å trekke klare konklusjoner.

Den nye referanseindeksen innebærer at omfanget og innretningen av eiendomsinvesteringene vil avgjøres av Norges Bank innenfor rammene i mandatet fra Finansdepartementet. En slik regulering er i tråd med at det ikke finnes gode referanseindekser for unotert eiendom, og at denne typen forvaltning krever spesialkompetanse og markedsnærhet. Forventet avkastning vil være usikker, og avhenger av forvalters fortrinn og valg av konkrete investeringer. Denne arbeidsdelingen mellom

Finansdepartementet og Norges Bank ligger for øvrig til grunn også for andre strategier, slik som høsting av faktorpremier og risikospredning utover referanseindeksen. Departementet vil understreke at avkastningen av og risikoen i fondets eiendomsportefølje avhenger av hvordan Norges Bank så langt har innrettet eiendomsinvesteringene. Banken kan ikke følge investeringene i IPD-indeksen tett og har valgt en sammensetning av eiendomsinvesteringene som skiller seg fra denne indeksen.

Modell for regulering av risiko

Finansdepartementet mener markedsrisikoen i eiendomsinvesteringene bør styres bedre enn i dag, slik både Norges Bank og ekspertgruppen anbefaler. Departementet legger på denne bakgrunn opp til at alle eiendomsinvesteringene inkluderes i rammen for forventet relativ volatilitet, på lik linje med andre avvik fra referanseindeksen. Det legges videre opp til å holde dagens ramme for forventet relativ volatilitet på 1,25 prosentenheter uendret. Norges Bank viser i brev 26. november 2015 til at banken operasjonelt er i stand til å håndtere overgangen til et mer helhetlig rammeverk i tråd med dette forslaget.

Finansdepartementet legger dermed ikke opp til å følge ekspertgruppens forslag om å benytte en såkalt alternativkostnadsmodell. En slik modell innebærer at markedsrisikoen for investeringer i unotert eiendom og infrastruktur skal være lik som i referanseindeksen, og at annen type risiko styres gjennom særskilte rammer. Departementet har merket seg at flere andre store fond bruker en slik modell og at den fremstår som konseptuelt enkel, men mener likevel at den er operasjonelt krevende å gjennomføre.

Etter departementets vurdering er det hensiktsmessig å bruke et mål for risiko som en har lang operasjonell erfaring med i forvaltningen, slik også Norges Bank tilrår. Norges Banks forslag innebærer en helhetlig tilnærming til forvaltningsoppdraget og en samlet ramme for markeds- og valutarisiko i SPU. Banken viser til at rammeverket, med disse endringene, vil være utformet på en måte som legger til rette for en videreutvikling av investeringsstrategien.

Departementet vil i samråd med Norges Bank arbeide videre med implementeringen av den nye reguleringen av eiendom i mandatet for SPU.

Øvre ramme for unoterte eiendomsinvesteringer

Forventet relativ volatilitet vil ramme inn investeringer i unotert eiendom, på samme måte som for

andre strategier som innebærer avvik fra referanseindeksen. Mandatet rammer i tillegg inn risikoen ved ulike investeringsstrategier gjennom supplerende risikorammer. For investeringer i unotert eiendom i SPU legger departementet opp til å sette en øvre ramme. Ekspertene og Norges Bank har foreslått en samlet øvre ramme for unoterte eiendomsinvesteringer på henholdsvis 10 pst. og 15 pst. av fondet. Disse rammene er noe høyere enn andelen unotert eiendom i markedsporteføljen som ifølge ekspertgruppen kan anslås til 5-6 pst. basert på verdien av egenkapitalen.

Forskning viser samtidig at store fond kan oppnå stordriftsfordeler i unoterte markeder. Mandatet for SPU bør gi Norges Bank mulighet til å kunne dra nytte av fondets størrelse. Samtidig er det grunner til å være forsiktig med å gi økt rom for unoterte investeringer. Verdsettelsen av eiendom er basert på takst, slik at det er vanskelig løpende å måle resultatene og vurdere om en faktisk har fortrinn sammenliknet med andre investorer. Det er videre usikkert om det kan forventes en meravkastning fra slike investeringer, og forvaltningen av unoterte investeringer er generelt mer kompleks. Fondet har noen års erfaringer fra denne typen forvaltning, men det er behov for å gå gradvis frem. Unoterte investeringer er også dyrere å skalere ned dersom erfaringene skulle bli negative.

Departementet legger opp til å sette en øvre ramme for andelen unoterte eiendomsinvesteringer på 7 pst. av SPU. Avkastningen av unotert eiendom kan i perioder utvikle seg forskjellig fra noterte aksjer og obligasjoner. Norges Bank må derfor innrette forvaltningen mot en lavere andel unotert eiendom for å unngå brudd med rammen og salg i en situasjon med store og plutselige fall i verdien av de noterte investeringene. Finansdepartementet mener en øvre ramme på 7 pst. vil gjøre det mulig for Norges Bank å innrette forvaltningen mot en andel unotert eiendom på anslagsvis 5 pst. av SPU over tid. Rammen er stor nok til at det blir mulig å dra nytte av ev. stordriftsfordeler i dette markedet.

Økonomiske konsekvenser og videre prosess

Obligasjonsandelen i referanseindeksen for SPU er over tid blitt redusert fra 40 pst. tilsvarende eiendomsinvesteringene, som ved utgangen av 2015 utgjorde 3,1 pst. Ekspertgruppen påpeker at risiko i eiendomsinvesteringer er mer knyttet opp til svingninger i aksjemarkedet enn obligasjonsmarkedet. Også Norges Bank viser til at eiendomsinvesteringene påvirker samlet markedsrisiko i fondet.

Finansdepartementet legger opp til at den samlede markedsrisikoen i SPU skal holdes om lag uendret, og vil med dette som utgangspunkt vurdere den nærmere sammensetningen av referanseindeksen for aksjer og obligasjoner. Departementet viser for øvrig til at Regjeringen har lagt opp til å vurdere aksjeandelen i referanseindeksen i fondsmeldingen 2017, basert på analyser og råd fra et offentlig utvalg og fra Norges Bank, se avsnitt 3.5.

3.3 Investeringer i infrastruktur

3.3.1 Innledning

Finansdepartementet har utredet om det skal åpnes for investeringer i unotert infrastruktur i SPU. Som ledd i arbeidet ble en ekspertgruppe (Van Nieuwerburgh, Stanton og de Bever) og Norges Bank bedt om råd, se også avsnitt 3.2.

Finansdepartementet mottok i desember 2015 analyser og råd fra ekspertgruppen og Norges Bank, som ble drøftet på et faglig seminar departementet arrangerte 17. desember 2015. Departementet har også holdt et dialogmøte 21. januar 2016 der infrastruktur var tema.

3.3.2 Råd om investeringer i unotert infrastruktur

Både ekspertgruppen og Norges Bank anslår verdien av notert og unotert infrastruktur samlet sett til om lag 3 pst. av det globale kapitalmarkedet. Analyseselskapet og indekssleverandøren MSCI anslår verdien av markedet for infrastruktur til 3,2 pst., hvorav det unoterte markedet utgjør om lag 0,5 prosentenheter.

Det er svært begrenset tilgang til data for avkastning og risiko ved investeringer i unotert infrastruktur. Både Norges Bank og ekspertgruppen peker på at det svake datagrunnlaget gjør det krevende å trekke klare konklusjoner og gjør vurderingene usikre.

Ekspertgruppen har analysert historisk avkastning for indekser av noterte infrastrukturaksjer. De historiske dataene dekker en kort periode, og ekspertene har derfor ikke grunnlag for å konkludere med at en særskilt allokering til infrastruktur vil bedre forholdet mellom avkastning og risiko i SPU. Samtidig mener ekspertene at infrastruktur fremstår som et mer attraktivt investeringsobjekt enn eiendom som følge av lavere systematisk risiko og høyere utbyttevekst, men det vises også til at dagens prising av investeringene anses å være høy.

Norges Bank har sett på data for unotert sektor og mener at disse indikerer et attraktivt forhold mellom avkastning og risiko for investeringer i unotert infrastruktur. Det presiseres samtidig at dataene omfatter et begrenset antall transaksjoner. Banken er skeptisk til å bruke data for notert infrastruktur som grunnlag for å vurdere unotert infrastruktur fordi kursene på notert infrastruktur vil gjenspeile utviklingen i aksjemarkedet, og ikke nødvendigvis de investeringene som er relevante for SPU. Norges Bank mener at en beslutning om investeringer i unotert infrastruktur i hovedsak må baseres på kvalitative og fremoverskuende vurderinger av avkastning og risiko. Etter bankens vurdering er det rimelig å anta at investeringer i unotert infrastruktur på sikt vil kunne gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko.

Både ekspertgruppen og Norges Bank mener at SPU er godt egnet til å bygge opp og utnytte stordriftsfordeler i unoterte markeder. I brev 2. desember 2015 skriver Norges Bank at fondets størrelse og langsiktighet kan tilsi at det er godt egnet til å investere i enkelte typer infrastruktur. Banken skriver videre at andelen av fondet investert i unotert infrastruktur vil være liten de nærmeste årene dersom det åpnes opp for denne type investeringer, og at de vil tilnærme seg investeringsmulighetene og bygge opp kompetanse gradvis på samme måte som for eiendom. I første omgang ser Norges Bank for seg å vurdere investeringer i infrastruktur der en har stor grad av sikkerhet om framtidig inntjening, og at de første investeringene vil foretas i de mest utviklede landene. Banken mener det ikke vil være naturlig å gjennomføre de første investeringene på egenhånd.

Ekspertene og Norges Bank anbefaler at det åpnes opp for investeringer i unotert infrastruktur i SPU, men mener det ikke bør settes et mål for, eller gjøres en særskilt allokering til, denne typen investeringer utover det som følger av den noterte referanseindeksen for SPU. Uten en særskilt allokering til unotert infrastruktur vil omfanget av investeringene bli bestemt av Norges Bank innenfor rammene i mandatet for SPU. Banken anbefaler at investeringer i unotert infrastruktur inkluderes i dagens ramme for avvik fra referanseindeksen målt ved forventet relativ volatilitet, og at den maksimale rammen for unotert infrastruktur i denne omgang angis som et intervall mellom null og fem prosent. Ekspertgruppen anbefaler at risikoen ved unoterte investeringer reguleres gjennom en alternativkostnadsmodell, se omtale i avsnitt 3.2. For å ramme inn den totale risikoen i

SPU anbefaler ekspertgruppen en øvre ramme for infrastrukturinvesteringer på 10 pst. og at annen type risiko styres gjennom særskilte rammer.

3.3.3 Særtrekk ved investeringer i unotert infrastruktur

Norges Bank skriver i brev 2. desember 2015 at de enkelte investeringsmulighetene i unotert infrastruktur beløpsmessig er store og lite likvide, og at prosjektene har lang varighet. Investeringsmulighetene oppstår ved ujevne mellomrom, og investeringene kan være utfordrende å omsette. Banken skriver videre at unoterte infrastrukturinvesteringer er ikke-standardiserte, mer kostnadskrevenne og fordrer en annen oppfølging enn noterte investeringer. Samtidig pekes det på at forvaltningen av infrastrukturinvesteringer kan gjennomføres med vesentlig færre ansatte enn forvaltning av eiendom. Norges Bank legger opp til at eventuelle egenkapitalinvesteringer i infrastruktur i SPU i stor grad vil bli foretatt gjennom datterselskaper for å begrense bankens ansvar.

Kostnadene ved forvaltning av unoterte eiendoms- og infrastrukturporteføljer vil ifølge Norges Bank være høyere enn for noterte aksjer og obligasjoner. Banken viser særlig til at skatt i noen tilfeller kan være en betydelig kostnad både ved eiendoms- og infrastrukturinvesteringer, men at det ikke er avdekket at infrastrukturinvesteringer reiser nye skattemessige problemstillinger utover det som gjelder for eiendom.

Det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. gjennomfører årlig en sammenlikning av forvaltningskostnadene i SPU med andre store fond. Rapporten for 2014 viser at gjennomsnittlige forvaltningskostnader for infrastruktur i andre store fond var om lag 0,3 pst. ved intern forvaltning, og om lag 2,4 pst. dersom investeringene ble gjort i fondsstrukturer. Ekspertgruppen anslår interne forvaltningskostnader for direkteide investeringer til å ligge mellom 0,5 og 1,0 pst.

Norges Bank peker på at mange infrastrukturprosjekter er samfunnsviktige, og at de derfor er regulert med egne myndigheter eller gjennom langsiktige avtaler. Slike investeringer innebærer risiko for endringer i rammebetingelser, såkalt regulatorisk risiko. I land med kort historikk for slik regulering kan beslutninger være inkonsistente og vanskelig å forutse, noe som øker risikoen for investorer. Banken peker i brev 2. desember 2015 på at SPU i utgangspunktet ikke er bedre egnet enn andre investorer til å bære denne typen risiko.

Politisk risiko er beslektet med regulatorisk risiko, og omfatter bl.a. risiko for ekspropriasjon,

sletting eller endring av avtaler, endret skattelovgivning og politisk ustabilitet. Denne typen risiko er spesielt relevant for investeringer i sektorer med høye og irreversible kostnader, store skalafordeler og høy grad av myndighetsfastsatt prising slik som telekommunikasjon og strømproduksjon. Ifølge Norges Bank vil politisk risiko være høyere i framvoksende markeder enn i utviklede markeder. Banken viser også til at faren for korrupsjon kan være større i framvoksende markeder.

Ekspertgruppen peker på at unoterte investeringer er gjenstand for mange ikke-finansielle risiki, bl.a. politisk, omdømmemessig og klimamessig, og at infrastruktur har høy risiko for å tiltrekke seg offentlig oppmerksomhet.

Ekspertgruppen er delt i synet på hvordan Norges Bank bør investere i infrastruktur. To av ekspertene (Van Niewerburgh og Stanton) mener at hoveddelen av infrastrukturinvesteringene bør være i noterte instrumenter. Det vises i den forbindelse til at de fleste privateide infrastrukturinvesteringer i dag er i noterte selskaper og at unoterte investeringer er gjenstand for høy operasjonell kompleksitet og ikke-finansielle risiki. Norges Bank har i dag adgang til å investere i notert infrastruktur.

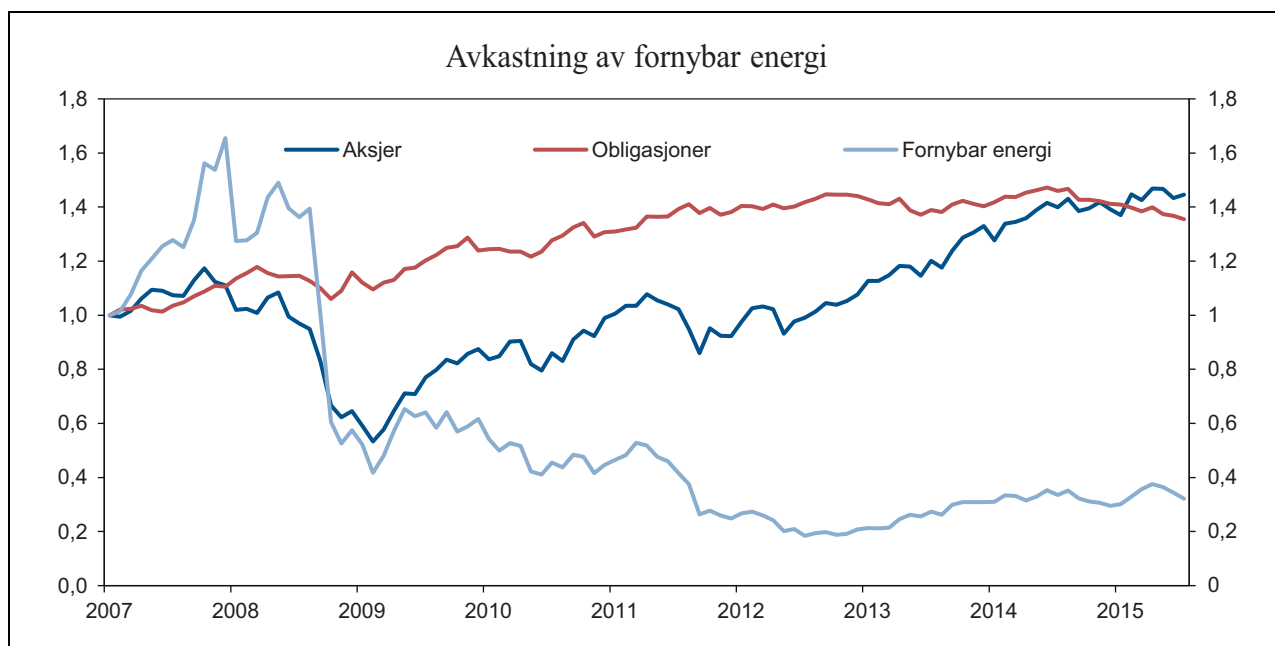
Det siste medlemmet av ekspertgruppen (de Bever) mener at SPU i hovedsak bør investere i unotert infrastruktur, og viser bl.a. til at de fleste andre store fond har foretatt infrastrukturinvesteringer i unoterte eiendeler. Videre mener de Bever at eiendom og infrastruktur er aktivaklasser som gjennomgående er mindre effisiente, og hvor fond som har muligheten til å investere stabil kapital over lang tid kan skape merverdi. Han mener også at direkte eierskap gir bedre styring og kontroll over enkelte eiendeler.

3.3.4 Infrastruktur for fornybar energi og framvoksende markeder

Investeringer i fornybar energi

Infrastruktur for fornybar energi består i hovedsak av installasjoner av el-produksjon fra sol, vind, vann, biomasse og jordvarme (geotermisk). Markedet har vokst betydelig det siste tiåret, og er i stadig utvikling.

Ekspertgruppens anbefaling innebærer at SPU også skal kunne investeres i unotert infrastruktur for fornybar energi. De peker på at slike investeringer ventes å utgjøre mer enn halvparten av alle investeringer i energiproduksjon de neste tretti årene. Endringene i energimarkedet gir grunnlag for investeringsmuligheter, men eksper-



Figur 3.3 Akkumulert avkastning av S&P Global Clean Energy Index, Barclays Global Aggregate Bond Index og MSCI ACWI Equity Index, februar 2007 – juli 2015. USD

Kilde: Van Nieuwerburgh, Stanton og de Bever (2015).

tene peker også på at slike investeringer er risikable. Det er en nær sammenheng mellom avkastningen av investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi og tradisjonell energi, som olje og gass. For eksempel vil et fall i olje- og gassprisene isolert sett redusere verdien av investeringer i fornybar energi, og redusere incentivene til å foreta nye investeringer. I tillegg til å være utsatt for oljeprisrisiko peker ekspertene på at investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi som regel er svært avhengig av gunstige rammebetingelser fra myndighetene. Ekspertene mener at usikkerhet om framtidig subsidiepolitikk utgjør en stor risiko, men som er vanskelig å kvantifisere.

Ekspertgruppen har gjennomgått historisk avkastning og risiko for investeringer i fornybar energi. Siden 2007 har gjennomsnittlig årlig avkastning på noterte aksjer i selskaper for fornybar energi vært -7 pst. Det er en betydelig mindre avkastning sammenliknet med brede markedsindekser. Analysene viser også at svingningene i avkastningen har vært betydelige, størst i 2008 da markedsverdien på slike selskaper falt med hele 65 pst., se figur 3.3 som viser utviklingen i avkastningen av fornybar energi, aksjer og obligasjoner. Selv om investeringer i fornybar energi historisk har gitt svak avkastning viser ekspertgruppens analyser at dagens verdsetting av slike selskaper er høy.

Norges Bank mener det vil være mulig å gjennomføre investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi med samme krav til lønnsomhet som for andre investeringer. Banken mener at stor-skala fornybarprosjekter er mest relevante for institusjonelle investorers risikoprofil fordi investeringene er kapitalintensive, har stabile utbyttestrømmer og en lang investeringshorisont. En slik risikoprofil forutsetter likevel forutsigbare økonomiske rammebetingelser, noe som fortsatt representerer en vesentlig risiko som må vurderes grundig i forkant av investeringene.

Investeringer i framvoksende markeder

Ekspertgruppens anbefalinger innebærer at SPU også skal kunne investeres i unotert infrastruktur i framvoksende markeder. Det vises til at dette delmarkedet både har store investeringsmuligheter og stor risiko. Ekspertgruppen mener at det vil være et stort behov for investeringer i utviklingslands infrastruktur framover, bl.a. som følge av økonomisk vekst og urbanisering. Private institusjonelle investorer kan spille en viktig rolle i å finansiere infrastrukturprosjekter sammen med lokale myndigheter og ulike utviklingsinstitusjoner. Det pekes samtidig på at unoterte infrastrukturinvesteringer generelt er gjenstand for risiko som ikke gjør seg gjeldende for noterte investeringer.

ringer. Dette gjelder særlig i framvoksende markeder, og inkluderer politisk og regulatorisk risiko og forvaltnings- og styringsrisiko, herunder risiko for korrupsjon. Den operasjonelle risikoen knyttet til framvoksende markeder er også høy. Driftsproblemer eller ulykker i infrastrukturprosjekter der investor har et stort og direkte eierskap kan representere betydelig omdømmerisiko.

Ekspertgruppen trekker også fram at det ikke er mangel på privat kapital som ønsker å investere i framvoksende markeder. De peker på at den betydelige mengden privat kapital som ønsker å investere i infrastruktur i framvoksende markeder på den ene siden og det store behovet for slike prosjekter på den andre siden, tyder på at det er et gap mellom det etterspurte og det tilgjengelige bytteforholdet mellom avkastning og risiko for slike investeringer. De peker på at institusjoner som IMF og Verdensbanken kan spille en viktig rolle i å redusere risikoen ved infrastrukturinvesteringer i framvoksende markeder slik at investeringene kan gjøres interessante for investorer.

Norges Bank skriver at behovet for infrastrukturinvesteringer i framvoksende markeder er stort og trolig økende. Banken mener slike investeringer vil være krevende fordi mange typer risiko er høyere i framvoksende markeder enn i utviklede økonomier, herunder risiko knyttet til makro- og mikroøkonomi, land, valuta, politikk, reguleringer, ekspropriering, omdømme, selskapsstyring/korrupsjon og drift. Investeringer i samarbeid med institusjoner med lang erfaring i disse markedene vil kunne redusere risikoen noe. Norges Bank skriver at dersom departementet åpner opp for unoterte investeringer i infrastruktur, vil de bygge kompetanse gradvis og begynne med investeringer med stor grad av sikkerhet om framtidig inntjening i de mest utviklede landene.

3.3.5 Departementets vurderinger

Finansdepartementet har merket seg at ekspertgruppen og Norges Bank anbefaler at det åpnes opp for at SPU skal kunne investeres i unotert infrastruktur. Både ekspertgruppen og Norges Bank mener at dette vil gi tilgang til et større investeringsunivers og bedre mulighetene til å utnytte fondets særtrekk og fortrinn.

Forvaltning av unoterte investeringer er samtidig mer kompleks og ressurskrevende enn noterte investeringer, og det er behov for å bygge opp en annen og mer spesialisert kompetanse. Det er også vanskeligere å evaluere resultater fra slike investeringer, samt å måle og styre risiko.

Det er lite data for unotert infrastruktur, slik at det er vanskelig å vurdere om slike investeringer gir bedre spredning av risiko eller høyere forventet avkastning for gjennomsnittsinvestoren. Forskningen på eiendomsinvesteringer viser at brede investeringer i unotert og notert eiendom har hatt tilsvarende avkastning og risiko over tid. Det tyder på at det er usikkert om investeringer i unoterte markeder vil bidra til en risikoreduksjon gjennom diversifisering eller gi høyere forventet avkastning som følge av lavere omsettelighet. Med et slikt utgangspunkt vil investeringer i unotert infrastruktur forventes å bedre forholdet mellom avkastning og risiko *kund* dersom forvalter har fortrinn sammenliknet med andre investorer.

Isolert sett kan en åpning for unotert infrastruktur kunne gi forvalter bedre investeringsmuligheter, men flere viktige forhold taler etter departementets syn mot å åpne for slike investeringer.

Mange investeringer i infrastruktur er utsatt for stor regulatorisk og politisk risiko. Det er vanlig med langvarige kontrakter der lønnsomheten påvirkes direkte av andre lands myndigheter, gjennom tariffer og andre rammebetingelser. De siste årene har det vært flere eksempler på at offentlige myndigheter har endret forutsetningene for slike investeringer gjennom reforhandlinger av inngåtte avtaler eller endringer i tilskuddsordninger.

Ved *unoterte* investeringer vil eierandelen i hver enkelt investering generelt være stor. Da blir også fondets investeringer mer synlige og lettere gjenstand for kritikk. Eventuelle konflikter om investeringer som er viktige fellesgoder eller med andre lands myndigheter vil etter departementets syn være krevende, og innebærer stor omdømmerisiko for SPU. Departementet mener et åpent og politisk forankret statlig fond som SPU er mindre egnet enn andre investorer til å bære denne type risiko. Høye transaksjonskostnader og lavere omsettelighet gjør det vanskeligere å selge seg ut av unoterte investeringer hvis det skulle oppstå problemer.

Departementet vil også peke på at det unoterte infrastrukturmarkedet er lite for SPU. Unotert infrastruktur utgjør bare om lag 0,5 pst. av det globale investerbare kapitalmarkedet, og den investerbare infrastrukturen er i hovedsak børsnotert. Her skiller infrastruktur seg fra eiendom, der mesteparten av markedet er unotert. I motsetning til unotert eiendom, vil en åpning for investeringer i unotert infrastruktur i mindre grad øke fondets investeringsmuligheter.

Både ekspertgruppen og Norges Bank drøfter særtrekk ved fondet og mulige fortrinn hos forvalter. Slike fordeler er vanskelige å tallfeste. Departementet mener at det bør høstes mer erfaringer fra dagens unoterte eiendomsinvesteringer før en eventuelt utvider til flere typer unoterte investeringer. For SPU er unoterte markeder en type forvaltning som en bare har noen års erfaring fra, og investeringene i unotert eiendom er fortsatt i en oppbyggingsfase.

Etter en samlet vurdering legger Finansdepartementet opp til at det ikke åpnes for at SPU kan investeres i unotert infrastruktur nå.

Dette innebærer at det heller ikke åpnes for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi og i framvoksende markeder. Departementet vil i den forbindelse vise til at disse delmarkedene historisk har hatt høy finansiell, politisk og regulatorisk risiko. Finansdepartementet mener generelt at det ikke bør legges særskilte føringer på hvor stor andel av kapitalen i SPU som skal investeres i enkelte sektorer eller land ut over referanseindeksen. Dette gjelder særlig for unoterte markeder. Investeringer i unoterte markeder kjenetegnes av stor spredning i avkastning og risiko, høye transaksjonskostnader, lite offentlig tilgjengelig informasjon og kapasitetsbegrensninger.

SPU har et finansielt mål og er ikke et instrument for å fremme statens investeringer i utviklingsland eller fornybar energi. Det er allerede mange offentlige virkemidler for å fremme investeringer i fornybar energi og klimateknologi. Støtteordninger og programmer for forskning og utvikling er etablert bl.a. gjennom Innovasjon Norge, Norges forskningsråd og Gassnova. Enova gir tilskudd til energisparing og fornybar energi. Offentlige investeringer i fornybar energi skjer bl.a. via Investinor, Norfund og flere internasjonale investeringsbanker som Norge medfinansierer. Videre har Stortinget anmodet Regjeringen om å forberede opprettelsen av Fornybar AS, som sammen med private skal kunne investere i selskaper som utvikler og benytter grønn teknologi. Regjeringen vil komme tilbake til Fornybar AS ved revisjonen av 2016-budsjettet.

3.4 Nye krav til rapportering og styring av risiko

3.4.1 Bakgrunn

Norges Bank forvalter SPU med utgangspunkt i et mandat fastsatt av Finansdepartementet. Mandatet uttrykker investeringsstrategien for fondet, og inneholder bl.a. bestemmelser om fondets refe-

ranseindeks og rammer for risikotakingen.³ Banken kan avvike fra referanseindeksen innenfor en fastsatt ramme. Rammen for avvik angis ved forventet relativ volatilitet, som sier noe om hvor mye avkastningen av SPU normalt vil forventes å kunne avvike fra referanseindeksen. I fondsmeldingen for 2014 ble det lagt opp til å øke rammen for avvik fra 1 til 1,25 prosentenheter. Formålet er å gi Norges Bank bedre muligheter til å utnytte særtrekk ved fondet og fortrinn i forvaltningen til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko.

I mandatet for forvaltningen av SPU stiller Finansdepartementet krav om at Norges Bank selv skal fastsette flere risikorammer som supplerer rammen for forventet relativ volatilitet. I fondsmeldingen for 2014 ble det lagt opp til å stille krav i mandatet om en ny, supplerende risikoramme for store tap som forventes å inntreffe sjelden, såkalt halerisiko. Det ble også lagt opp til å stille nye krav til mer detaljert rapportering om risikoen banken tar i forvaltningen.

Endringene som Finansdepartementet la opp til er basert på anbefalinger fra en ekspertgruppe bestående av Andrew Ang, Michael Brandt og David Denison som i 2013–2014 evaluerte Norges Banks forvaltning av SPU.⁴ Stortinget sluttet seg til endringene.

Som del av Finansdepartementets arbeid med å stille nye krav i mandatet for SPU ble Norges Bank i brev 26. juni 2015 bedt om å gi råd om hvordan en supplerende ramme for slik risiko kan utformes, hvordan den offentlige rapporteringen om avvikene mellom avkastningen av SPU og referanseindeksen fastsatt av departementet kan utvides og hvordan rapporteringskravene i mandatet kan endres. Brevet ble omtalt i Nasjonalbudsjettet 2016. Banken oversendte sine råd og vurderinger til departementet i brev 29. september 2015.

Finansdepartementet fastsatte 1. februar 2016 nye krav i mandatet for SPU om innramming av risiko og rapportering. Endringene i mandatet er basert på forslag sendt Norges Bank i brev 10. desember 2015 og bankens svarbrev 28. januar 2016. De nye kravene om en supplerende risikoramme og til mer detaljert rapportering er nærmere omtalt nedenfor. Samtidig som de nye kravene ble tatt inn i mandatet ble også rammen for

³ Se avsnitt 2.1 for en nærmere redegjørelse for investeringsstrategien og kapittel 8 for en omtale av referanseindeksen for SPU.

⁴ Rapporten fra Ang, Brandt og Denison (2014) er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider. Den er også omtalt i fondsmeldingen for 2013.

avvik fra referanseindeksen økt, i tråd med det som ble varslet i fondsmeldingen 2014.

3.4.2 Ny supplerende risikoramme

Det finnes ikke ett risikomål som fanger opp alle dimensjoner av risiko i forvaltningen av SPU. I risikostyringen benyttes derfor flere mål i ulike deler og nivåer av forvaltningen. Finansdepartementet regulerer Norges Banks adgang til å avvike fra referanseindeksen gjennom rammen for forventet relativ volatilitet.

I mandatet for SPU stiller Finansdepartementet krav om at Norges Bank skal fastsette flere supplerende risikorammer for forvaltningen. Dette omfatter bl.a. rammer for kreditt- og likviditetsrisiko, gjeldsfinansiering og innlån av verdipapirer. Innsikt i de operasjonelle konsekvensene av slike supplerende rammer krever nærhet til markedet, og utformingen er derfor delegert til banken. Den konkrete innretningen av rammene skal likevel legges frem for departementet før planlagt ikrafttredelse, i tråd med krav i mandatet for SPU.

Langsiktige investorer som SPU vil i utgangspunktet være godt egnet til å høste risikopremier over tid fra motsykliske strategier og strategier som systematisk vrir investeringene mot aktiva med bestemte kjennetegn, såkalte faktorstrategier. Ikke alle slike risikopremier kan høstes passivt gjennom å endre sammensetningen av referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Høsting av flere slike premier er derfor delegert til Norges Bank innenfor rammene som er gitt i mandatet for SPU.

Finansdepartementet har tidligere omtalt analyser som viser at høsting av faktorpremier historisk har bedret forholdet mellom avkastning og risiko for en investor som SPU. Samtidig kan strategiene medføre lange perioder med høyere eller lavere avkastning enn referanseindeksen, og slå klart negativt ut i perioder med markedsure. Også Ang, Brant og Denison påpekte at faktorstrategier kan gi til dels store avvik mellom avkastningen av SPU og referanseindeksen i urolige markeder. Det er derfor viktig at risikoen ved slike investeringsstrategier styres og rapporteres på en god måte.

Forventet relativ volatilitet fanger ikke i tilstrekkelig grad opp slik risiko. Ang, Brandt og Denison anbefalte derfor at risikoen for store avvik mellom avkastningen av SPU og referanseindeksen som forventes å inntreffe sjelden, måles og begrenses med en supplerende ramme. De pekte samtidig på at det er flere tekniske og ope-

rasjonelle utfordringer ved slike rammer, og trakk fram at det vil være vanskelig å beregne slik risiko. Finansdepartementet ba med bakgrunn i dette Norges Bank i brev 26. juni 2015 vurdere hvordan en slik ramme kan utformes.

I tråd med Norges Banks forslag i brev 29. september 2015 er mandatet for SPU med virkning fra 1. februar 2016 utvidet med krav om at banken skal fastsette en supplerende ramme for store forventede negative avvik mellom avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljen og tilhørende referanseindeks (forventet ekstremavvik). Mens rammen for forventet relativ volatilitet måler og setter en øvre grense for hvor mye avkastningen av fondet normalt vil forventes å kunne avvike fra referanseindeksen, skal rammen for forventet ekstremavvik måle og sette en grense for det negative avviket som kan forventes i ekstreme tilfeller.

Rammen for forventet relativ volatilitet legger en statistisk fordeling til grunn for risikomålingen. Rammen for forventet ekstremavvik utformes derimot slik at framtidige utfall angis med utgangspunkt i historiske simuleringer for dagens portefølje. Forventet ekstremavviksrisiko måles dermed med bakgrunn i anslag for de mest negative avvikene mellom avkastningen av SPU og referanseindeksen som ville inntruffet historisk for dagens portefølje. Beregningene baseres også på en lengre tidsperiode enn rammen for forventet relativ volatilitet. Norges Bank viser til at disse forutsetningene er ment å sikre at rammen for forventet ekstremavviksrisiko utfyller rammen for forventet relativ volatilitet.

Norges Bank la i brev 8. februar 2016 rammen for forventet ekstremavviksrisiko frem for Finansdepartementet. Banken legger opp til at rammen for forventet ekstremavvik fastsettes slik at det negative avviket mellom avkastningen av SPU og referanseindeksen som kan forventes i ekstreme tilfeller, ikke skal overstige 3,75 prosentenheter.

Norges Bank har tidligere vist til at forsvarlig bruk av denne type risikorammer krever kvalitative vurderinger for å unngå uheldige porteføljetilpasninger og for ikke å begrense mulighetene for å benytte faktorstrategier og motsykliske forvaltningsstrategier som utnytter fondets særtrekk. Finansdepartementet ba Norges Bank i brev 1. februar 2016 synliggjøre ved foreleggelse hvordan utformingen av rammen sikrer at ekstremavviksrisiko i SPU effektivt måles og rammes inn. Banken viser i brev 8. februar 2016 til at det i særskilte situasjoner hvor ekstreme markedsbevegelser medfører en betydelig endring i den målte ekstremavviksrisikoen i fondet, for eksempel ved

at nye ekstremobservasjoner inkluderes i beregningsgrunnlaget, legges opp til at Norges Banks hovedstyre blir varslet omgående. Inntil hovedstyret har behandlet saken vil rammen kunne suspenderes. Finansdepartementet har i brev 26. februar 2016 til Norges Bank lagt til grunn at det er hovedstyrets leder, eller en av nestlederne, som forelegges og eventuell godkjenner en suspensjon av rammen inntil hovedstyret kan behandle saken.

I brev 8. februar 2016 skisserer Norges Bank at hovedstyret i slike situasjoner vil vurdere endringer i investeringsstrategiene, å øke grensen for ekstremavvik ut over 3,75 prosentenheter eller videreføring av en eventuell suspensjon av rammen. Bankens vurdering er at utformingen vil sikre rom for å unngå uheldige porteføljetilpasninger og for at strategier som utnytter fondets egenskaper og fortrinn kan følges også i ekstreme markedssituasjoner, samtidig som ekstremavviksrisikoen effektiv måles og rammes inn.

3.4.3 Nye krav til rapportering

Regjeringen legger vekt på at det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen av SPU. Fondet anses i dag å være blant verdens mest åpne fond. Åpenhet er et viktig prinsipp i seg selv og en forutsetning for å sikre bred tillit til og oppslutning om forvaltningen av fondet. God og målrettet rapportering om forvaltningen er også viktig for styringen og kontrollen med fondet.

Åpenhet om forvaltningen av SPU styrker også mulighetene for å holde fast ved lønnsomme, langsiktige strategier i perioder med svake resultater. Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning av SPU etter forvaltningskostnader, innenfor rammene som gjelder for forvaltningen. Rammen for avvik gir banken mulighet til å utnytte fondets særtrekk og fortrinn i forvaltningen. Avvik fra referanseindeksen kan medføre at absolutt risiko i SPU blir noe høyere eller lavere enn i referanseindeksen. Langsiktige strategier banken benytter i forvaltningen kan i perioder med markedsuro gi svak avkastning. Ekspertene Ang, Brandt og Denison foreslo mer detaljert og målrettet rapportering for å forklare og støtte opp under lønnsomme, langsiktige investeringsvalg. De anbefalte å sette krav til at banken skal beskrive prinsippene som ligger til grunn for og kildene til meravkastningen i den aktive forvaltningen, og rapportere forventet risikobudsjett og historiske resultater for hver av disse. De foreslo bl.a. at rapportering om avkastning og risiko relativt til referanseindek-

sen skal skille mellom bidrag fra faktorstrategier, økt spredning av investeringene og verdipapirvalg.

Finansdepartementet ba Norges Bank i brev 26. juni 2015 om å vurdere og å gi råd om hvordan rapporteringskravene i mandatet og den offentlige rapporteringen kan utvides med bakgrunn i anbefalingene fra Ang, Brandt og Denison. Norges Banks hovedstyre ba i den forbindelse en ekspertgruppe bestående av professorene Magnus Dahlquist, Christopher Polk, Richard Priestley og Bernt Arne Ødegaard gi råd om hvordan banken kan utvikle sin rapportering om risiko og avkastning.

Norges Bank viser i sitt svarbrev 29. september 2015 til planlagte endringer i den offentlige rapporteringen. Rapportering om avkastning og risiko skal samles og utvides i en egen rapport. Avkastning og risiko for ulike investeringsstrategier vil bli dekomponert i tråd med anbefalingene fra Ang, Brandt og Denison. Rådene fra Dahlquist, Polk, Priestley og Ødegaard (2015) vil også ha vekt i utformingen av den årlige rapporten. Banken mener formuleringene i mandatet om at all relevant risiko i forvaltningen skal rapporteres, sikrer alle nødvendige krav Finansdepartementet måtte ha til detaljert rapportering og at det derfor ikke er behov for mer detaljerte krav til rapportering i mandatet for forvaltningen av SPU.

Mandatet for SPU ble med virkning fra 1. februar 2016 endret med mer detaljerte krav til rapportering om risikoen banken tar i forvaltningen, som skissert i fondsmeldingen for 2014. Formålet med å fastsette nye krav til den offentlige rapporteringen er å bedre understøtte lønnsomme, langsiktige strategier i tråd med anbefalingen fra Ang, Brandt og Denison.

Finansdepartementet har fastsatt et klart formål med Norges Banks offentlige rapportering om forvaltningen av SPU i mandatet § 6-1. Formålet er å bidra til størst mulig åpenhet om forvaltningen av fondet. Rapporteringen skal gi rettvise og utfyllende informasjon om bankens valg og prioriteringer, resultatene som oppnås og utnyttelsen av rammene som følger av mandatet.

Krav til innhold i den offentlige rapporteringen er fastsatt i mandatet § 6-2. Det skilles mellom tre nivåer: strategi-, kvartals- og årsrapportering.

Kravet om *strategirapportering* er nytt, og understreker ansvaret Norges Banks hovedstyre har for å fastsette og rapportere om valg av investeringsstrategier som benyttes i forvaltningen av SPU. Strategirapportering skal bidra til offentlig forankring av investeringsstrategiene som benyttes. Målrettet rapportering og åpenhet om valg

av investeringsstrategier kan styrke mulighetene for å holde fast ved lønnsomme, langsiktige strategier i perioder med svake resultater. I tråd med dette er også mandatet § 1-7 som omhandler krav om en strategisk plan for forvaltningen, endret. Bestemmelsen viser nå til at det er *hovedstyret* som skal ha en strategisk plan for forvaltningen av SPU. I brev 10. desember 2015 til Norges Bank har Finansdepartementet presisert at dette ansvaret ikke kan delegeres.

I strategirapporteringen skal det særskilt redegjøres for investeringsstrategier for henholdsvis aksje-, obligasjons-, og eiendomsporteføljen fastsatt av hovedstyret. Det omfatter de overordnede prinsippene for valg av strategier, avkastnings- og risikoegenskaper ved strategiene og hvordan strategiene tar sikte på å utnytte fondets særtrekk og bankens fortrinn i kapitalforvaltningen. Det skal redegjøres særskilt for ulike investeringsstrategier i aksje- og obligasjonsforvaltningen som kan påvirke markedsrisiko og ekstremavviksrisiko i fondet. Strategirapporteringen skal også beskrive rammeverket for styring og kontroll av risiko og organiseringen av kapitalforvaltningen. Det er stilt krav om strategirapportering regelmessig og minst hvert tredje år.

Norges Bank mener rapporteringskravene ikke bør knyttes opp mot en gitt definisjon av forvaltningsoppdraget eller -strategiene, men ta høyde for en gradvis utvikling over tid. De nye kravene til rapportering er i samsvar med dette. Ordlyden er generell og knytter ikke bestemmelsene til bestemte investeringsstrategier eller en gitt definisjon av forvaltningsoppdraget. Finansdepartementet har derfor gitt enkelte presiseringer av omfang og avgrensninger av bestemmelsene i brev 10. desember 2015 og 1. februar 2016 til Norges Bank.

Bestemmelsene om kvartals- og årsrapportering er utvidet med krav om at Norges Bank skal gjøre særskilt rede for *kildene til mer- og mindre-avkastning* i aksje- og obligasjonsporteføljen. Både Ang, Brandt og Denison (2014) og Dahlquist, Polk, Priestley og Ødegaard (2015) har gitt råd og anbefalinger om hvordan en slik nedbryting av resultatene kan gjøres. Finansdepartementet har i brev 10. desember 2015 til Norges Bank vist til disse rådene.

For detaljert og hyppig rapportering kan ha kostnader, for eksempel ved at andre investorer kan utnytte informasjonen til å tjene på fondets transaksjoner. Samtidig er det viktig med åpenhet om hvilken risiko som tas i forvaltningen. I de nye bestemmelsene om årsrapportering er det stilt krav om at Norges Bank skal redegjøre særskilt for resultatene av *alle investeringsstrategier som*

*medfører betydelige kostnader eller stor relativ risiko.*⁵ Kravet er ment å bidra til åpenhet og offentlig forankring av enkeltstrategier som har stor betydning for fondets relative resultater – uavhengig av på hvilket nivå i bankens styringsstruktur strategien er fastsatt, se omtale i Finansdepartementets brev 1. februar 2016 til Norges Bank. For hver av disse investeringsstrategiene skal det redegjøres for bidraget til differanseavkastningen, utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet, forventet ekstremavviksrisiko og forvaltningskostnader. I brev til Norges Bank 10. desember 2015 har Finansdepartementet presisert at banken i henhold til dette kravet skal synliggjøre resultatene fra ulike strategier innenfor *verdipapirvalg*. Det er også stilt krav om at *hovedstyret skal vurdere resultatene i forvaltningen*.

Rapportering bør generelt gi innsikt i om forvalter har skapt høyere avkastning enn den som alternativt kunne vært oppnådd ved å øke risikoen gjennom tilpasninger i referanseindeksen. Det finnes imidlertid ikke én modell eller ett sett av forutsetninger som gir et entydig svar på hvordan risiko, sett i ettersid, har påvirket resultatene. Det finnes heller ikke et entydig svar på hvilke tilpasninger som kan gjøres i referanseindeksen. I finansforskningen benyttes derfor flere tilnærminger og modeller, som alle bygger på ulike forutsetninger og som gir ulike resultater. Det taler for å utvise varsomhet ved tolkning av anslag fra slike modeller, og for å bruke flere tilnærminger for å belyse resultatene. Dette er for øvrig i tråd med anbefalingene fra Dahlquist, Polk, Priestley og Ødegaard. I de nye bestemmelsene om årsrapportering er det stilt krav om at Norges Bank skal redegjøre særskilt for forholdet mellom avkastning og risiko i SPU. Det skal benyttes flere metoder og måltall for å rapportere *risikojustert avkastning*.

Det er også stilt krav om at Norges Bank årlig skal redegjøre for *inntekter og kostnader i forvaltningen*, som inntekter fra verdipapirutlån, skattekostnader, eksterne forvaltningskostnader og anslåtte transaksjonskostnader.

Kvartalsrapporteringen skal i henhold til de nye kravene offentliggjøres senest én måned etter utløp av kvartalet, mens årsrapporteringen, som i dag, skal offentliggjøres senest tre måneder etter utløp av året. Finansdepartementet har i brev 10. desember 2015 vist til at Norges Bank kan velge å

⁵ Dette følger av § 6-2 tredje ledd bokstav a, til forskjell fra bestemmelsen om redegjørelse for kildene til meravkastning i kvartals- og årsrapporteringen, som følger av § 6-2 annet ledd bokstav b.

gjøre kvartalsrapporteringen tilgjengelig kun i elektronisk form.

Det er stor offentlig interesse for data om SPUs investeringer. Tilgang til data gjør at rapporteringen kan etterprøves, og vil understøtte målet om størst mulig åpenhet om forvaltningen. Norges Bank viste i brev 29. september 2015 til at det vil etterstrebtes at metoder for dekomponering av avkastning og risiko kan etterprøves av kontrollmiljøer utenfor forvaltningsorganisasjonen. Finansdepartementet har i mandatet § 6-3 stilt krav om at *data og metoder* så langt som mulig skal beskrives og gjøres offentlig tilgjengelig.

Mandatet for SPU og de omtalte brevene er tilgjengelige på Finansdepartementets nettsider.

3.5 Vurdering av aksjeandelen

Andelen av SPU som investeres i aksjer er den beslutningen som har størst betydning for fondets samlede avkastning og risiko på lang sikt. Det ble åpnet for aksjer i 1998. Andelen ble da fastsatt til 40 pst. I 2007 ble den besluttet økt videre til 60 pst. Den øvrige kapitalen i fondet er investert i obligasjoner og eiendom.

Siden det første kapitalinnskuddet i 1996 har SPU vokst betydelig. Fondets størrelse svarer nå til mer enn to og en halv ganger størrelsen på BNP for fastlandsøkonomien. En høyere aksjeandel øker isolert sett forventet langsiktig avkastning av SPU, men øker også risikoen og svingningene i fondets verdi.

Finansdepartementet varslet i Nasjonalbudsjettet 2016 at det ville bli satt i gang et arbeid for å vurdere aksjeandelen i SPU. I januar oppnevnte Regjeringen et utvalg som skal se på aksjeandelen i fondet. Utvalget skal analysere forventet avkastning og risiko med ulike aksjeandeler, og kan tilrå endringer i aksjeandelen. I vurderingen skal utvalget bl.a. se hen til SPUs målsetting, tidshorizont, størrelse og forventede uttak. Utvalget skal videre vurdere om en eventuell endring av aksjeandelen bør ha betydning for andre hovedvalg i investeringsstrategien, slik som sammensetningen av referanseindeksene for aksjer og obligasjoner.

Utvalget har følgende sammensetning:

- Seniorøkonom og professor II Knut Anton Mork (utvalgsleder), Oslo
- Sjeføkonom Harald Magnus Andreassen, Oslo
- Professor Hilde C. Bjørnland, Bærum
- Investor Harald Espedal, Stavanger
- Direktør Kristin Halvorsen, Oslo
- Førsteamanuensis Espen Henriksen, Oslo
- Fylkesmann Sigbjørn Johnsen, Ringsaker
- Konserndirektør Kari Olrud Moen, Oslo
- Professor Karin Thorburn, Bergen

Utvalget skal levere sin rapport innen 15. oktober 2016. Finansdepartementet legger opp til at utvalgets rapport sendes på høring. Det vil også bli innhentet analyser og vurderinger fra Norges Bank.⁶ Finansdepartementet tar sikte på å behandle spørsmålet om aksjeandelen i SPU i fondsmeldingen som legges fram for Stortinget våren 2017.

3.6 Styringsstrukturen i Norges Bank

Norges Bank har bygd opp en kompetent organisasjon og over tid levert gode resultater i forvaltningen av SPU. Samtidig har kompleksiteten i forvaltningen økt de senere årene ved at fondet har økt betydelig i verdi og investeringene er spredt på flere typer aktiva og verdipapirer. Kapitalforvaltningen utgjør en økende del av bankens samlede virksomhet. Arbeidet med å videreutvikle strategien for forvaltningen av fondet fortsetter.

En slik utvikling stiller nye krav til styringen av fondet. Det var bakgrunnen for Regjeringens forslag om å øke antall visesentralbanksjefer fra én til to fra og med 2016. Den nye visesentralbanksjefen har fått et særlig ansvar for kapitalforvaltningen.

Regjeringen oppnevnte i april 2015 et utvalg som skal vurdere sentralbankloven og styringen i Norges Bank. Utvalget skal bl.a. se på styringsstrukturen for forvaltningen av SPU. Utvalget ledes av Svein Gjedrem og skal legge fram sin rapport våren 2017.

⁶ Se brev til Norges Bank 12. februar 2016.

4 Statens pensjonsfond Norge: strategi og resultater

4.1 Dagens investeringsstrategi

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

Den langsiktige investeringsstrategien for SPN uttrykkes gjennom sammensetningen av referanseindeksen og tilhørende risikorammer angitt i mandatet. Referanseindeksen består av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner, med en andel på 85 pst. i Norge og 15 pst. i Norden for øvrig utenom Island, se figur 4.1.

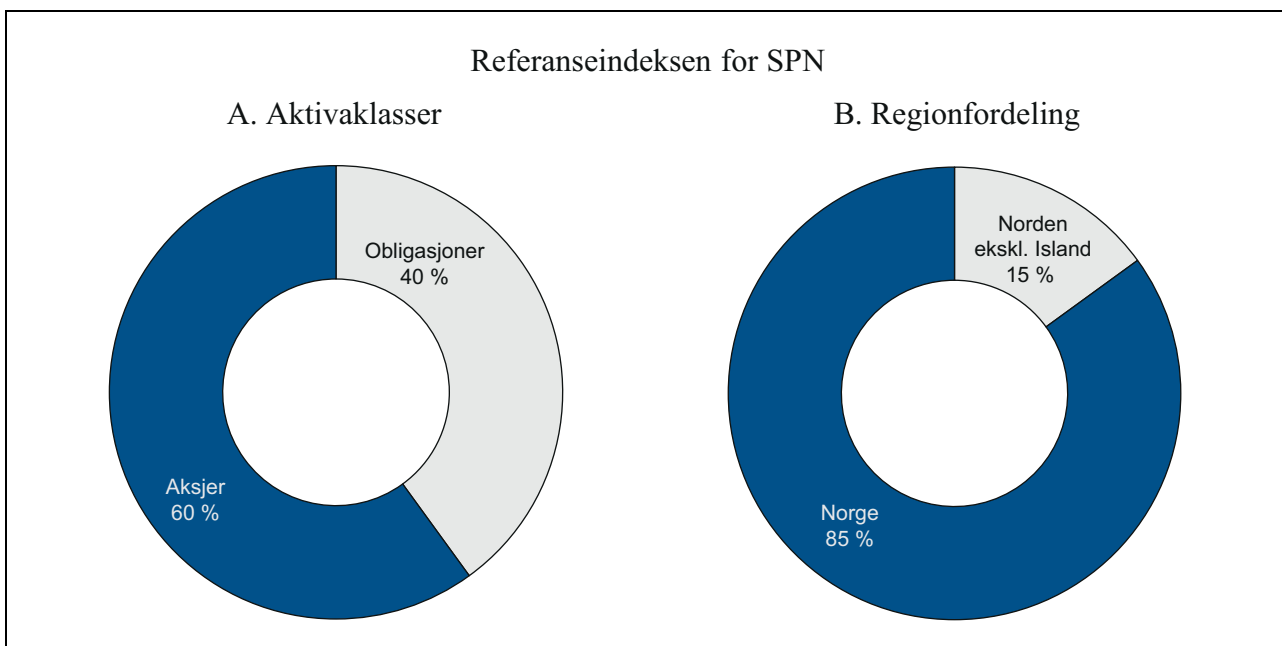
Fondets særtrekk, som størrelse og langsiktighet, skiller SPN fra mange andre investorer i det norske kapitalmarkedet. Den lange tidshorisonen legger til rette for å utnytte langsiktige forvaltningsstrategier, som tilbakevektning av aksjeandelen. Størrelse gir visse fordeler, bl.a. muligheten til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. Fondets relative størrelse i det norske kapitalmarkedet innebærer samtidig at det er krevende å

gjøre store endringer i sammensetningen av investeringene i løpet av kort tid.

Det er åpnet for at Folketrygdfondet kan avvike fra referanseindeksen innenfor en moderat ramme. Formålet med slike avvik er å oppnå meravkastning over tid. Det gir også mulighet for en kostnadseffektiv tilpasning til referanseindeksen.

Mandatet for SPN åpner for investeringer i unoterte selskaper kun i de tilfeller hvor selskaps styre har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert markedsplass. Det er imidlertid ikke åpnet for at SPN på generelt grunnlag kan investeres i unoterte eiendeler som eiendom og infrastruktur. Departementets vurdering av om det bør åpnes for at deler av SPN skal kunne investeres i unotert eiendom og infrastruktur er omtalt i kapittel 5.

Regler om tilbakevektning (rebalansering) er en del av investeringsstrategien for SPN. Tilbakevektning innebærer at fondet kjøper seg opp i den aktivaklassen som har hatt svakest verdiutvikling for å opprettholde den faste fordelingen mellom aksjer og obligasjoner fastsatt i manda-



Figur 4.1 Strategisk referanseindeks for SPN. Prosent

Kilde: Finansdepartementet.

tet. For å unngå markedspåvirkning, samt sikre en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget, er de detaljerte reglene for tilbakevektning unntatt offentlighet, i tråd med råd fra Folkestrygdfondet.

4.2 Resultater

4.2.1 Markedsutvikling

Norske og nordiske aksjemarkeder hadde en positiv utvikling i 2015. Hovedindeksen ved Oslo Børs (OSEBX) steg 5,9 pst. Selskaper utenom energisektoren trakk opp. En lav og fallende oljepris medførte at selskaper innen energisektoren, og spesielt oljeserviceselskaper, hadde negativ avkastning. Aksjemarkedene i Danmark, Finland og Sverige steg henholdsvis 38,4 pst. (OMXCB-indeksen), 15,2 pst. (OMXHB-indeksen) og 6,1 pst. (OMXSB-indeksen) målt i lokal valuta.

Rentene på norske statsobligasjoner med lang tid til forfall var om lag uendret i 2015. Ved utgangen av 2015 var renten på norske tiårige statsobligasjoner om lag 1,5 pst. Renten på tilsvarende obligasjoner i Danmark, Finland og Sverige steg noe, men var ved utgangen av 2015 lavere enn for norske statsobligasjoner. Private bedrifter må normalt betale en høyere rente enn staten for å låne penger. Dette påslaget, såkalt kredittpåslag, økte

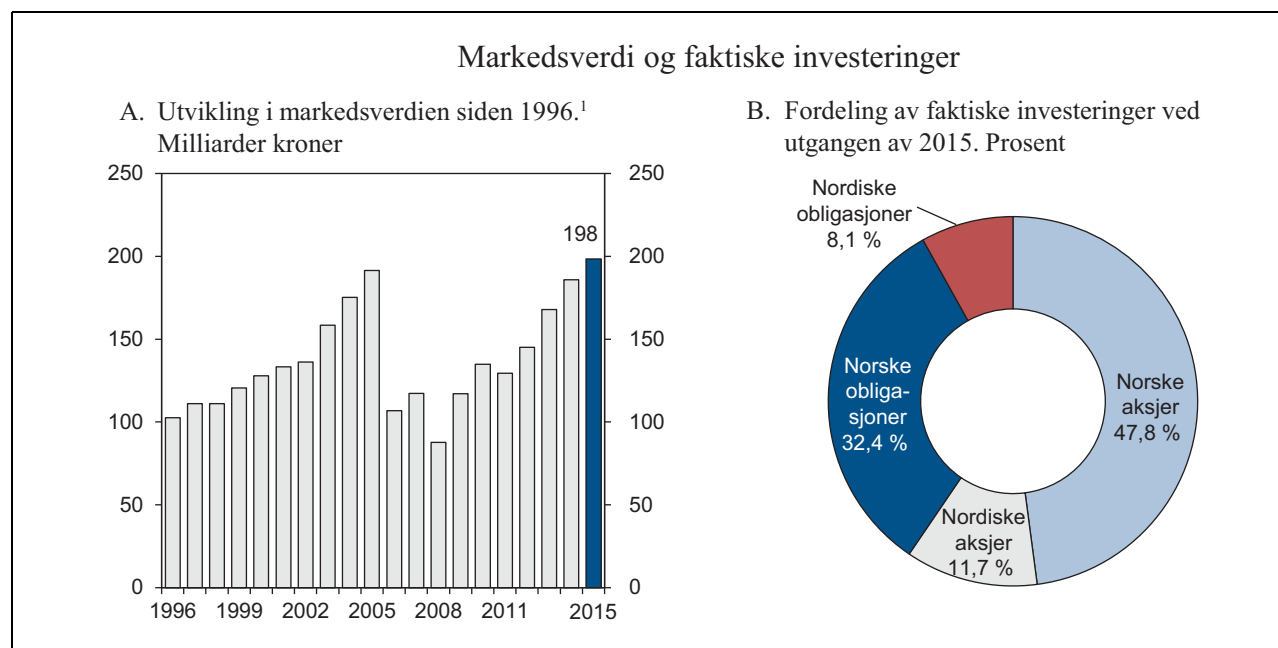
betydelig i 2015, spesielt for obligasjonslån utstedt av industribedrifter og banker.

4.2.2 Markedsverdi

SPN hadde ved utgangen av 2015 en markedsverdi på 198,4 mrd. kroner, se figur 4.2A. Det er en økning på 12,8 mrd. kroner etter forvaltningskostnader, sammenliknet med verdien ved inngangen til året. Fondets aksjeportefølje hadde på samme tid en markedsverdi på 118 mrd. kroner, hvorav verdien av aksjer i norske selskaper var 95 mrd. kroner og verdien av aksjer i selskaper i de øvrige landene i Norden, utenom Island, var 23 mrd. kroner. Obligasjonsporteføljen hadde en verdi på 80 mrd. kroner som var fordelt på 64 mrd. kroner i obligasjoner fra utstedere i Norge og 16 mrd. kroner i obligasjoner fra utstedere i andre nordiske land. Se figur 4.2B for fordelingen av investeringene i SPN ved utgangen av 2015.

4.2.3 Avkastning

Avkastningen av SPN i 2015 var 7,0 pst. målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader, se tabell 4.1. Avkastningen av både aksje- og obligasjonsporteføljen bidro positivt til samlet avkastning. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig avkastning av SPN vært 7,3 pst. Det tilsvarer



Figur 4.2 Markedsverdien av SPN siden 1996 og fordelingen av faktiske investeringer ved utgangen av 2015

¹ Fram til og med 2005 var en vesentlig del av kapitalen i SPN plassert som kontolån til statskassen. I desember 2006 ble Folkestrygdfondets deltakelse i kontolånsordningen avsluttet, og 101,8 mrd. kroner av fondets kapital ble tilbakebetalt til staten.

Tabell 4.1 Avkastning av SPN i 2015, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2015, målt i norske kroner og før fratrukk for forvaltningskostnader. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent og prosentenheter

	2015	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2015
<i>SPN</i>					
Faktisk portefølje	6,95	11,05	8,09	7,57	7,32
Referanseindeks	6,47	10,43	7,40	6,46	6,79
Meravkastning (prosentenheter)	0,48	0,61	0,69	1,11	0,53
<i>Aksjer¹</i>					
Faktisk portefølje	9,89	14,74	8,88	8,34	8,21
Referanseindeks	9,19	13,98	8,23	6,95	6,82
Meravkastning (prosentenheter)	0,69	0,76	0,65	1,39	1,39
<i>Obligasjoner²</i>					
Faktisk portefølje	2,93	5,25	6,32	6,08	6,10
Referanseindeks	2,72	4,71	5,46	5,30	5,87
Meravkastning (prosentenheter)	0,21	0,54	0,86	0,78	0,23
<i>Realavkastning</i>					
Inflasjon	2,12	2,09	1,65	1,96	2,00
Kostnader	0,09	0,09	0,09	0,08	0,05
Netto realavkastning	4,65	8,69	6,25	5,42	5,16

¹ Første nordiske aksjeinvestering ble gjort i mai 2001.

² Første nordiske obligasjonsinvestering ble gjort i februar 2007.

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

en gjennomsnittlig årlig realavkastning etter kostnader på 5,2 pst.

Den norske kronen svekket seg mot euro, svenske og danske kroner i 2015. Det medførte at avkastningen av SPNs investeringer i disse landene var høyere målt i norske kroner enn i lokal valuta.

Aksjer

Avkastningen av aksjeporteføljen i 2015 var 9,9 pst., se tabell 4.1. For aksjer i norske selskaper var avkastningen 6,6 pst., mens den var 25,3 pst. målt i norske kroner for aksjer i nordiske selskaper. Aksjer i nordiske selskaper hadde i gjennomsnitt høyere avkastning enn aksjer i norske selskaper, men også kronesvekkelsen bidro til den høye

avkastningen av de nordiske aksjeinvesteringene målt i norske kroner. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig avkastning av aksjeporteføljen vært 8,2 pst.

Obligasjoner

Avkastningen av obligasjonsporteføljen i 2015 var 2,9 pst. Obligasjoner fra norske utstedere ga en avkastning på 1,7 pst., mens obligasjoner fra nordiske utstedere målt i norske kroner ga en avkastning på 9,4 pst. Kronesvekkelsen var hovedårsaken til forskjellen i avkastning mellom obligasjoner fra norske og nordiske utstedere i 2015. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig avkastning av obligasjonsporteføljen vært 6,1 pst.

Durasjon er et mål på gjennomsnittlig tid til forfall for en obligasjonsportefølje, basert på en vektning av fremtidige rente- og kupongbetalinger. Jo lengre durasjon, desto større blir kurs-tapet i obligasjonsporteføljen ved en renteøkning. Obligasjonsporteføljen i SPN hadde ved utgangen av 2015 en durasjon på 4,6 år. Det var om lag som i referanseindeksen. Mens renten på fem-årige norske og finske statsobligasjoner falt noe i 2015, som isolert sett bidro til kursgevinster på disse obligasjonene, medførte stigende renter på tilsvarende svenske og danske obligasjoner kurstap. Rentenivået er fortsatt noe høyere i Norge enn i de andre nordiske landene. Det bidrar til høyere løpende avkastning av norske statsobligasjoner. Økende kredittpåslag bidro til svak avkastning av obligasjoner utstedt av private selskaper.

4.2.4 Meravkastning i forvaltningen

Avkastningen av de faktiske investeringene i SPN sammenliknes med avkastningen av referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Avkastningsforskjellen mellom de faktiske investeringene og referanseindeksen omtales som brutto meravkastning, og er et mål på de resultater som Folketrygdfondet har oppnådd i forvaltningen av SPN. Dette resultatmålet reflekterer arbeidsdelingen mellom departementet og Folketrygdfondet på en god måte, og er også et rimelig anslag på netto verdiskaping i forvaltningen. Se kapittel 7 for en nærmere omtale av brutto meravkastning som resultatmål for forvaltningen.

Folketrygdfondet oppnådde i 2015 en avkastning av SPN som var 0,48 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen, se tabell 4.1. Meravkastningen skyldes en noe annen sammensetning av investeringene i SPN enn referanseindeksen, noe som ga en meravkastning i fjor. Inntekter fra utlån av verdipapirer til andre investorer bidro også til meravkastningen.

Aksjer

Avkastningen av aksjeporteføljen var i 2015 0,69 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for aksjer. Meravkastning av aksjer i norske selskaper bidro med 0,52 prosentenheter, mens meravkastning av aksjer i selskaper i andre nordiske land bidro med 0,08 prosentenheter. Inntekter fra verdipapirutlån utgjorde

0,08 prosentenheter av meravkastningen i aksjeporteføljen.

Meravkastningen i aksjeporteføljen skyldes i hovedsak ulike strategier innenfor verdipapirvalg, herunder en strategi som vektlegger selskapenes langsiktige avkastnings- og risikoegenskaper. Folketrygdfondet vil typisk investere mindre i selskaper med høy finansiell eller operasjonell risiko. Denne strategien medførte at aksjeporteføljen i 2015 generelt hadde en lavere andel selskaper innen energisektoren enn det som følger av referanseindeksen, noe som isolert sett bidro med 1,1 prosentenheter i meravkastning. Strategier som medførte en lavere andel i selskaper innen material- og konsumvaresektorene ga mindreamkastning i 2015.

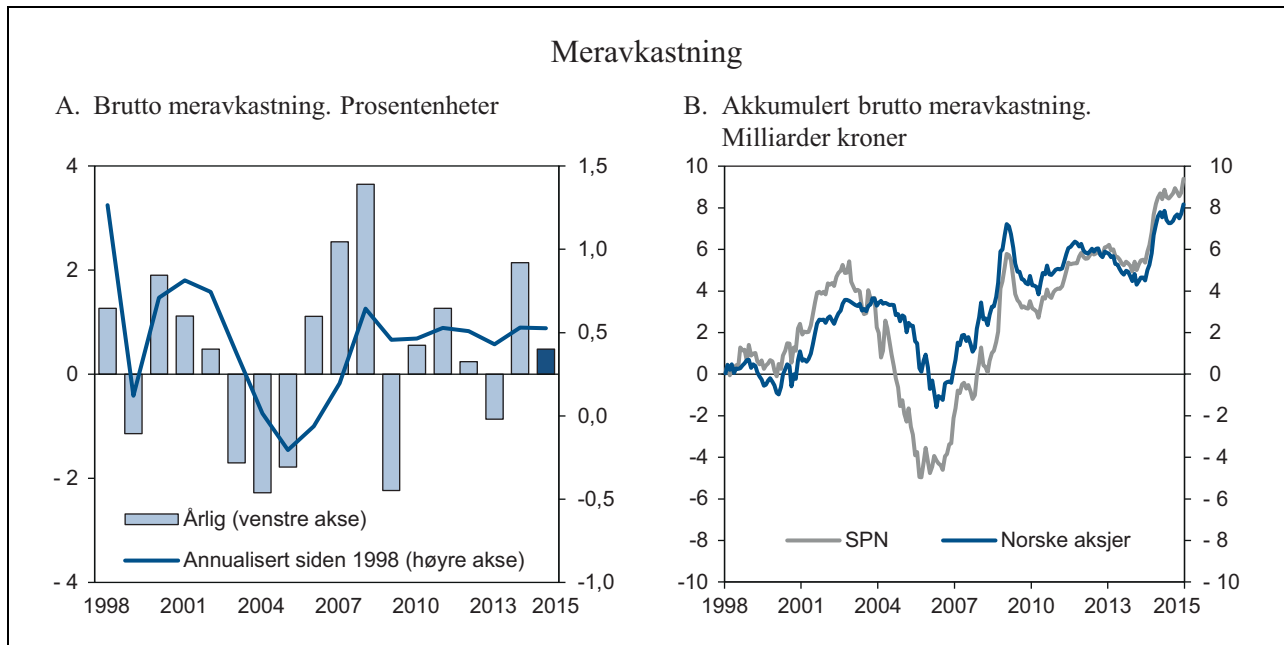
Obligasjoner

Folketrygdfondets strategi for forvaltningen av obligasjonsporteføljen ble endret fra januar 2015, slik at det nå rapporteres meravkastning fordelt på en strategi for renteposisjoner, en kredittstrategi og inntekter fra verdipapirutlån. Omleggingen innebærer at fordelingen av meravkastningen i obligasjonsporteføljen på norske og nordiske utstedere ikke lenger reflekterer resultatet av Folketrygdfondets reelle risikotaking.

Avkastningen av obligasjonsporteføljen var 0,21 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for obligasjoner i 2015. Strategien for renteposisjoner medførte en annen løpetidssammensetning for statsobligasjonene i obligasjonsporteføljen enn i referanseindeksen, og bidro med 0,06 prosentenheter til meravkastningen. Kredittstrategien medførte en høyere andel selskapsobligasjoner i SPN enn referanseindeksen, men en noe kortere løpetid på kredittobligasjonene. Strategien bidro med 0,03 prosentenheter. Inntekter fra verdipapirutlån utgjorde 0,04 prosentenheter. Andre effekter bidro med 0,08 prosentenheter.

Meravkastning over tid

Finansdepartementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra forvaltningen av SPN på 0,25–0,5 prosentenheter. Siden januar 1998 har Folketrygdfondet oppnådd en avkastning av SPN som er 0,53 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen fastsatt av departementet. Beregninger utført av departementet anslår at brutto meravkastning i



Figur 4.3 Brutto meravkastning av Folketrygdfondets forvaltning i 2015 og siden 1998

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

SPN i perioden januar 1998–2015 om lag tilsvarer 9,4 mrd. kroner.¹ Over 8 mrd. kroner skyldes meravkastning av aksjer i norske selskaper. Figur 4.3 viser utviklingen i brutto meravkastning.

4.2.5 Risikjustert avkastning

Finansdepartementet har i mandatet for SPN fastsatt en ramme for avvik fra referanseindeksen på 3 prosentenheter, målt ved forventet relativ volatilitet. Rammen åpner for at Folketrygdfondet kan utnytte fondets særtrekk og fortrinn til å oppnå meravkastning i forvaltningen. Avvik fra referanseindeksen kan medføre at absolutt risiko i SPN blir noe høyere eller lavere sammenliknet med referanseindeksen. I finanslitteraturen benyttes ulike modeller og måltall for å vurdere meravkastning i forhold til risikoen som forvalter har tatt, herunder informasjonsraten og Sharpe-raten.

I litteraturen benyttes også modeller for å forklare historiske resultater der en skiller mellom avkastning forvalter oppnår gjennom å ta systematisk risiko og avkastning fra andre avvik. Det er stor usikkerhet forbundet med slike metoder, se omtale i avsnitt 7.4. Finansdepartementet gjennomgår regelmessig forvaltningen av SPN, hvor

risikotakingen analyseres og vurderes. Analysene av risikotaking i de siste gjennomgangene av forvaltningen av SPN har vist at Folketrygdfondets meravkastning ikke kan forklares med økt systematisk risikotaking.

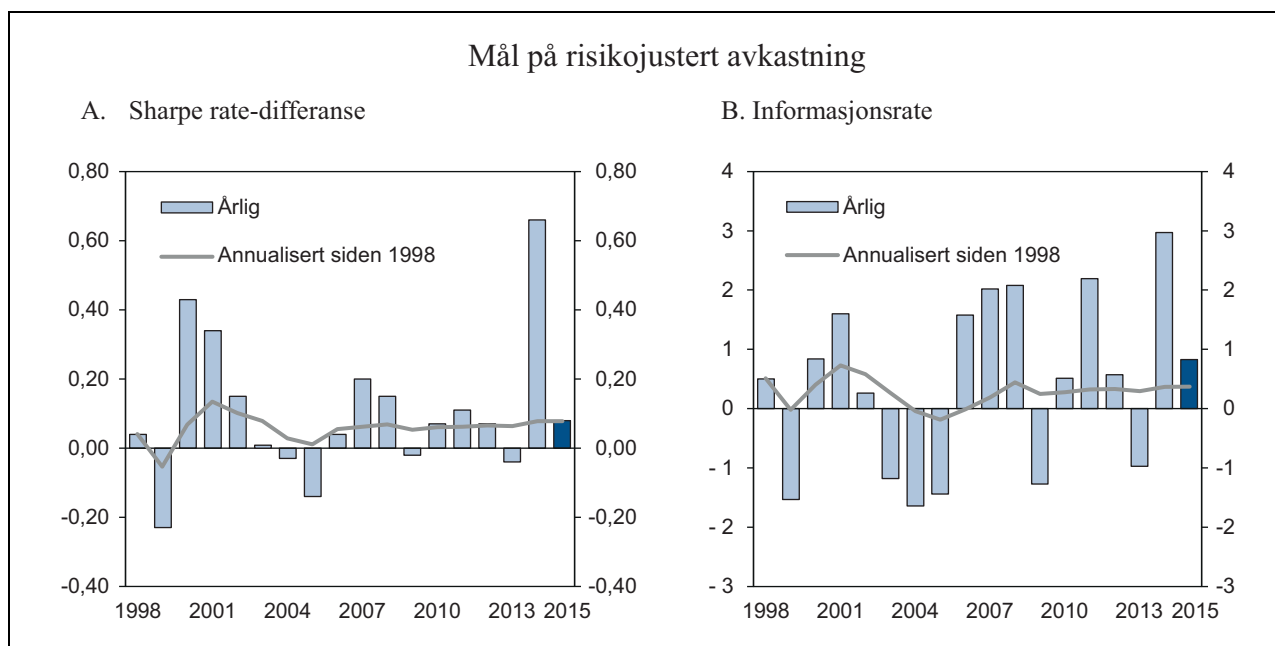
Informasjonsrate

Rammen for forventet relativ volatilitet er den mest sentrale rammen for markedsrisiko i mandatet fra departementet. Informasjonsraten måler meravkastningen Folketrygdfondet har oppnådd i forvaltningen i forhold til den relative risikoen. Dette målet for risikjustert avkastning er derfor relevant for å vurdere Folketrygdfondets forvaltning.

I 2015 var informasjonsraten i SPN 0,83, se tabell 4.2 og figur 4.4 B. Det betyr at hver prosent enhet relativ risiko i gjennomsnitt ble kompensert med 0,83 prosentenheter meravkastning. Folketrygdfondets forvaltning bidro målt på denne måten til at SPN fikk betalt for den relative risikoen som ble tatt både i aksjporteføljen og i obligasjonsporteføljen. Beregninger for enkeltår er basert på et begrenset antall observasjoner og er derfor usikre.

I perioden 1998–2015 har Folketrygdfondet oppnådd en informasjonsrate for SPN på 0,36. Fondet har i denne perioden fått om lag like mye betalt for den relative risikoen i aksjporteføljen og i obligasjonsporteføljen.

¹ Brutto meravkastning i kroner er beregnet ved å multiplisere meravkastningen i hver måned med kapitalen ved inngangen til måneden, for deretter å summere over alle månedene. Beregningen tar følgelig ikke med effekten av renters rente.



Figur 4.4 Risikojustert avkastning for SPN i 2015 og siden 1998

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Sharpe-rate

I 2015 oppnådde Folketrygdfondet en Sharpe-rate for SPN som var 0,08 høyere enn for referanseindeksen. Det tyder på at Folketrygdfondets forvaltning bidro til bedre betaling for den totale risikoen i porteføljen, sammenliknet med å investere i tråd med referanseindeksen. Beregningen er samtidig basert på et begrenset antall observasjoner og er derfor usikker.

Også i perioden januar 1998–2015 var forskjellen i Sharpe-raten mellom de faktiske investeringene og referanseindeksen på 0,08. SPN har hatt lavere risiko enn referanseindeksen, og samtidig noe høyere avkastning. Det gir et bedre forhold mellom avkastning og risiko enn for referanseindeksen.

4.2.6 Risiko og rammer

Absolutt risiko

Folketrygdfondet har beregnet at *forventede svingninger* i verdien av SPN ved utgangen av 2015 var 8,3 pst., tilsvarende 16,6 mrd. kroner, målt ved standardavvik. Under en antakelse om normalfordelte avkastningstall vil svingningene i ett av tre år være større enn ett standardavvik.

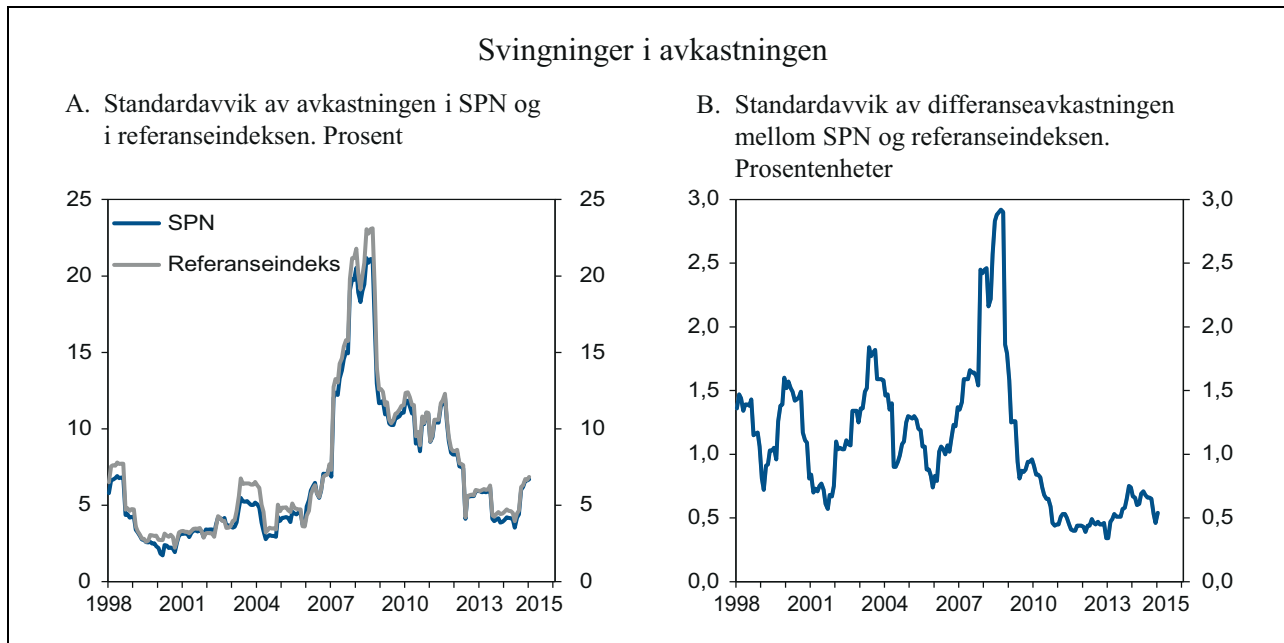
Absolutt volatilitet i SPN og i aksje- og obligasjonsporteføljene er basert på faktiske månedlige avkastningstall, og viser at *historiske svingninger* i

SPN har vært lavere enn svingningene i referanseindeksen, se figur 4.5A. Folketrygdfondets forvaltning har dermed historisk bidratt til å redusere svingningene i SPN. Samtidig viser figuren at svingningene i referanseindeksen i stor grad bestemmer svingningene i fondet. I forbindelse med gjennomgangen av Folketrygdfondets forvaltning av SPN, omtalt i fondsmeldingen for 2014, viste Finansdepartementets beregninger at over 98 pst. av svingningene i avkastningen av SPN i perioden januar 1998–2014 kan forklares av svingninger i avkastningen av referanseindeksen. Andelen av svingningene som kan forklares av svingninger i referanseindeksen har økt over tid.

Relativ risiko

Ved utgangen av 2015 var forventet relativ volatilitet 0,6 prosentenheter, som er 0,1 prosentenheter lavere enn ved inngangen til året. Folketrygdfondet utnytter dermed en liten andel av rammen på 3 prosentenheter fra departementet.

Realisert relativ volatilitet er et uttrykk for historiske svingninger i meravkastningen. Det siste året har svingningene i avkastningsforskjellen mellom SPN og fondets referanseindeks vært om lag 0,5 prosentenheter, se figur 4.5 B. Både forventet og realisert relativ volatilitet var ved utgangen av 2015 på et lavt nivå sammenliknet med gjennomsnittet siden januar 1998. Dette samsvarer med analysene som viser at svingninger i



Figur 4.5 Rullerende tolvmåneders standardavvik i avkastningen av SPN

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

avkastningen av referanseindeksen forklarer en stor og økende del av avkastningen av SPN.

Relativ volatilitet påvirkes generelt av flere faktorer, inkludert svingninger i markedet. I perioder med store markedsbevegelser må en derfor regne med at relativ volatilitet vil øke.

Kredittrisiko

Basert på markedsverdi og kredittkarakter² for obligasjonslånene i porteføljen, kan det beregnes en samlet verdivektet kredittkvalitet for Folketrygdfondets obligasjonsinvesteringer. I 2015 var verdivektet kredittkvalitet i obligasjonsporteføljen, målt ved kredittkarakter, AA. Verdivektet kredittkvalitet var uendret sammenliknet med inngangen til året. Folketrygdfondet har i 2015 redusert andelen lån med lavest kredittkvalitet, såkalte høyrenteobligasjoner.

² Karaktterskalaen for kredittkvalitet er AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D, hvor AAA er beste karakter. Obligasjoner med kredittverdighet AAA til og med BBB anses å ha høy kredittverdighet og kalles med et samlebegrep «investment grade». Obligasjoner med lavere kredittverdighet anses for å ha lav kredittverdighet og kalles høyrenteobligasjoner eller «high yield».

Høyrenteobligasjoner inngår ikke i referanseindeksen for SPN. Finansdepartementet har i mandatet for forvaltningen av SPN åpnet for at Folketrygdfondet kan investere i høyrenteobligasjoner, innenfor en ramme. Ved utgangen av 2015 utgjorde høyrenteobligasjoner 7 pst. av markedsverdien av selskapsobligasjonene i obligasjonsporteføljen, eller i overkant av 5 pst. av hele obligasjonsporteføljen. Det er godt innenfor rammen fra departementet.

4.2.7 Forvaltningskostnader

Folketrygdfondet får dekket faktiske årlige forvaltningskostnader for SPN innenfor en ramme fastsatt av Finansdepartementet. For 2015 ble det fastsatt en kostnadsramme på 175 mill. kroner. Folketrygdfondets forvaltningskostnader for SPN utgjorde 168,1 mill. kroner,³ inkludert utbyttekrav på 1,4 mill. kroner til staten. Målt som andel av gjennomsnittlig kapital til forvaltning i 2015 utgjorde kostnadene 8,6 basispunkter (0,086 pst.).

³ Beløpet inkluderer en engangseffekt på 27,4 mill. kroner som følge av Folketrygdfondets omlegging av pensjonsordning til en innskuddsbasert ordning.

Tabell 4.2 Risiko og risikojustert avkastning i SPN i 2015, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2015. Årlige tall basert på månedlige observasjoner

	2015	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2015
<i>SPN</i>					
Absolutt volatilitet faktisk portefølje (pst.)	6,71	5,59	7,07	10,51	8,29
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	6,85	5,81	7,26	11,11	8,85
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,51	0,60	0,55	1,20	1,24
Sharpe rate-differanse	0,08	0,16	0,11	0,12	0,08
Informasjonsrate	0,83	0,90	1,14	0,81	0,36
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet faktisk portefølje (pst.)	11,18	9,26	12,28	18,85	20,02
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	11,51	9,70	12,63	20,04	21,30
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,82	0,99	0,91	2,29	3,55
Sharpe rate-differanse	0,08	0,13	0,06	0,08	0,07
Informasjonsrate	0,70	0,63	0,61	0,45	0,29
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet faktisk portefølje (pst.)	2,14	2,39	2,32	2,60	2,57
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	2,25	2,52	2,54	2,64	2,86
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,50	0,37	0,55	0,65	0,77
Sharpe rate-differanse	0,14	0,29	0,50	0,30	0,17
Informasjonsrate	0,39	1,37	1,47	1,13	0,27

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

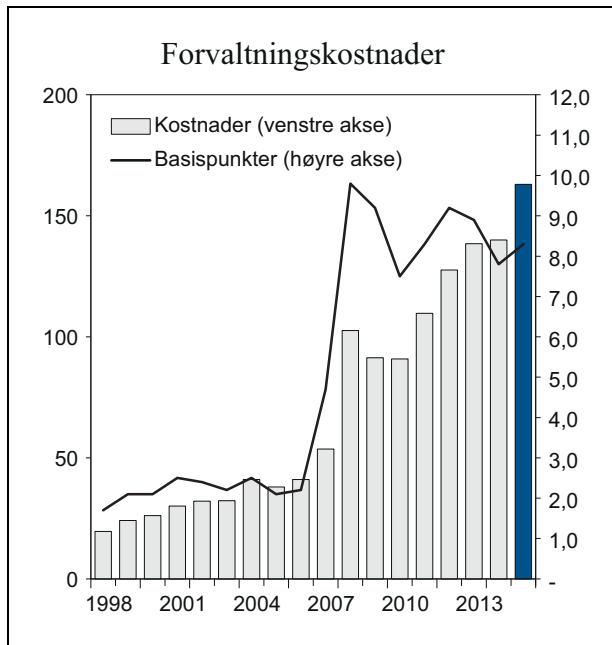
Figur 4.6 viser utviklingen i forvaltningskostnader over tid. Kostnadene for forvaltningen av SPN økte betydelig i 2007 og 2008, både målt i kroner og i basispunkter. Dette skyldtes tilbakebetalingen av 101,8 mrd. kroner til staten da Folketrygdfondets deltakelse i kontolånsordningen ble avsluttet i desember 2006, som om lag halverte markedsverdien av SPN. Samtidig ble det fra 2007 stilt strengere krav til styring og kontroll av risiko og rapportering, noe som medførte behov for store investeringer og flere ansatte.

Det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. sammenlikner kostnadene i SPN med kostnadene i andre fond internasjonalt. I rapporten for 2014 framgår det at kostnadene i SPN er vesentlig lavere enn for andre sammenliknbare fond. Dette

skyldes i hovedsak at SPN ikke er investert i aktiva som unoterte aksjer, eiendom, og infrastruktur, som generelt har høyere kostnader enn noterte aksjer og obligasjoner. CEM finner imidlertid at kostnadene i SPN er lave selv når en justerer for forskjeller i aktivafordeling. Den viktigste forklaringen er at all forvaltning av SPN gjøres internt i Folketrygdfondet, og at den interne forvaltningen har lave kostnader sammenliknet med andre fond.

4.2.8 Departementets vurderinger

2015 var et år preget av store svingninger i aksjemarkedene og fallende oljepris. Rentenivået var om lag undret, mens kredittpåslag for obligasjonslån utstedt av private bedrifter steg betyde-



Figur 4.6 Forvaltningskostnader for SPN i 2015 og siden 1998. Mill. kroner (venstre akse) og basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 pst.

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

lig. Kronesvekkelsen bidro til høy avkastning av SPNs investeringer i de andre nordiske landene, målt i norske kroner. Departementet er tilfreds med at SPN i et utfordrende år oppnådde en avkastning på linje med gjennomsnittsavkastningen siden 1998. Avkastningen av obligasjonsinvesteringene var lav, og rentenivået var fortsatt lavt ved utgangen av året. En må være forberedt på lav løpende avkastning av obligasjoner også framover.

Folketrygdfondet oppnådde i 2015 en avkastning av SPN som var 0,48 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen, som er på linje med gjennomsnittet siden 1998. Meravkastningen var høy sett i forhold til utnyttelsen av rammen for avvik fra referanseindeksen, både absolutt og sammenliknet med gjennomsnittet siden 1998. Finansdepartementet legger vekt på utviklingen i resultatene over tid. Departementet har merket seg at gjennomsnittlig årlig brutto avkastning siden 1998 har vært drøyt 0,5 prosentenheter høyere enn referanseindeksen. Det er om lag som Finansdepartementets uttrykte øvre forventning til meravkastning over tid.

Forvaltningskostnadene i SPN er lave sammenliknet med andre fond. Finansdepartementet er tilfreds med at forvaltningen av SPN synes å være kostnadseffektiv. Departementet vil også

framover vektlegge en kostnadseffektiv forvaltning av SPN.

4.3 Kontroller

4.3.1 Attestasjonsoppdrag

Revisjonsselskapet Ernst & Young har som del av Finansdepartementets oppfølging av og kontroll med forvaltningen av SPN i 2015 gått gjennom utforming og implementering av enkelte deler av den delen av rammeverket som er fastsatt av Folketrygdfondet. Rapportene fra disse gjennomgangene, såkalte attestasjonsuttalelser, er tilgjengelig på departementets nettsider.

Et område som er gjennomgått er Folketrygdfondets utforming og implementering av rammeverket for styring og kontroll av belåning, innlån og utlån av verdipapirer, samt salg av verdipapirer Folketrygdfondet ikke eier. Dette omfatter de risikostyrings- og kontrollprosessene for finansiell risiko og operasjonell risiko som Folketrygdfondet har etablert for å støtte gjennomføringen av belåning, innlån og utlån av verdipapirer, samt salg av verdipapirer som forvalter ikke eier. Som del av oppdraget har revisor bl.a. gjennomgått styrende dokumenter og annet relevant skriftlig materiale, hatt møter med ledere og ansatte i Folketrygdfondet og gjennomgått relevante prosesser.

Revisor har ikke kontrollert om risikostyringen og kontrollene har vært effektive og fungert etter forutsetningene, eller vurdert om risikoene Folketrygdfondet har identifisert er fullstendige og dekkende for virksomheten.

Attestasjonsuttalelsen konkluderer med at utforming og implementering av rammeverket i det alt vesentlige er utformet i samsvar med målekriteriene valgt av revisor. Vurderingen er basert på Folketrygdfondets gjeldende risikoprofil. Det understrekes at dersom produktspekteret av finansielle instrumenter endres vesentlig eller rammene økes, kan forhold som er vurdert uvesentlige i dag bli mer tydelige og dermed måtte revurderes i forhold til en ny risikoprofil.

Et annet område som er gjennomgått er Folketrygdfondets utforming og implementering av rammeverket for beregning av referanseindeksen, herunder beregning av indeksens avkastning i 2015. Revisor har gjennomgått Folketrygdfondets prosess og metode for beregning av referanseindeksens avkastning, etterregning av referanseindeksens avkastning og kontroll av et utvalg av indeksverdiene som inngår i beregningene mot de som mottas fra eksterne indeksleverandører.

Attestasjonsuttalelsen konkluderer med at Folketrygdfondets rammeverk for beregning av referanseindeksen for 2015 er utformet og implementert i det alt vesentlige i samsvar med manda-

tet for forvaltningen av SPN fastsatt av Finansdepartementet. Også avkastningsberegningen for 2015 er i det alt vesentlige i samsvar med mandatet for SPN.

5 Statens pensjonsfond Norge: videreutvikling av strategi og forvaltning

5.1 Unotert eiendom og infrastruktur

5.1.1 Bakgrunn

Finansdepartementet har utredet investeringer i unotert eiendom og infrastruktur i Statens pensjonsfond. Fondsmeldingen for 2014 omtalte råd og vurderinger fra Folketrygdfondet.

Folketrygdfondet anbefalte i brev til Finansdepartementet 13. november 2014 å åpne opp for investeringer i unotert eiendom og infrastruktur i Statens pensjonsfond Norge (SPN) innenfor en øvre ramme på 10 pst. av fondskapitalen. Det ble gitt råd om at unotert eiendom og infrastruktur ikke skulle inkluderes i referanseindeksen for SPN, men måles mot dagens referanseindeks sammensatt av noterte aksjer og obligasjoner. Folketrygdfondet så for seg å starte med investeringer i Norge for senere å utvide til Norden, og argumenterte for at en slik utvidelse av investeringsuniverset kunne bidra til å spre fondets risiko og øke avkastningen etter kostnader.

Finansdepartementet la i fondsmeldingen for 2014 opp til å komme tilbake med vurderinger av investeringer i unotert eiendom og infrastruktur i SPN, samtidig med at dette skulle vurderes for SPU.

5.1.2 Departementets vurderinger

For å vurdere investeringer i unotert eiendom og infrastruktur er det naturlig å ta utgangspunkt i hensynet til spredning av risiko og mulige fortrinn. På disse områdene er det etter departementets syn vesentlige forskjeller mellom SPN og SPU. Samtidig er det relevant å se hen til analysene og rådene Finansdepartementet har mottatt om unoterte investeringer i SPU, se avsnitt 3.2.

Til forskjell fra SPU er investeringsstrategien for SPN ikke basert på bredest mulig spredning av risiko. Dagens referanseindeks for SPN består i hovedsak av noterte aksjer og obligasjoner i Norge. Sammensetningen av referanseindeksen for aksjer er dermed et resultat av hvilke selska-

per som til enhver tid er notert på Oslo Børs og disse selskaperens markedsverdi. En stor del av selskapene på Oslo Børs har en inntjening som i stor grad påvirkes av endringer i råvarepriser og internasjonale økonomiske forhold.

Investeringer i unotert eiendom og infrastruktur kan isolert sett gi bedre spredning av risiko i SPN enn det som følger av dagens referanseindeks, men dette kunne også vært oppnådd på andre og enklere måter. Bred risikospredning er som nevnt ikke utgangspunktet for investeringsstrategien for SPN, ettersom den norske stat allerede ivaretar dette hensynet gjennom investeringene i SPU.

Staten er allerede en stor eier av eiendom og infrastruktur i Norge. Etter Finansdepartementets vurdering må det tas hensyn til dette når en skal vurdere om statens samlede risiko reduseres ved at SPN gis mulighet til å investere mer i unotert eiendom og infrastruktur. Finansdepartementet anser infrastrukturmarkedet i Norge som et umodent og lite marked. Investeringer i unotert infrastruktur gjennom SPN vil mest sannsynlig være et resultat av at staten eller andre offentlige myndigheter selger eiendeler. Slike overføringer av eiendeler har ingen innvirkning på den samlede risikoen for det offentlige, samtidig som kostnadene ved slike transaksjoner normalt er høye. Finansielle investorer i dette markedet må dessuten forholde seg til omfattende offentlig regulering, siden infrastruktur typisk er et viktig fellesgode.

Unoterte investeringer er generelt mer krevende enn noterte investeringer. Ved unoterte investeringer kan forvalter ikke investere i tråd med en markedsindeks til lave kostnader, slik en kan i de noterte markedene. Det er dessuten vanskeligere å måle resultater og styre risiko for slike investeringer, og unoterte investeringer er dyrere å skalere ned dersom erfaringene skulle bli negative.

Ekspertrapporten om eiendom og infrastruktur i SPU (Van Nieuwerburgh, Stanton og de Bever, 2015) går gjennom finansiell litteratur. Den

viser at brede investeringer i unotert og notert eiendom over tid har hatt tilsvarende avkastning og risiko. Det er dermed usikkert om brede investeringer i unoterte markeder vil bidra til en risikoreduksjon gjennom diversifisering eller gi høyere forventet avkastning som følge av lavere omsettelighet. Det er også større spredning mellom forvalternes resultater i unoterte enn i noterte markeder, noe som tilsier at unoterte investeringer bør gjøres kun dersom forvalter har eller kan opparbeide fortrinn.

Det er etter departementets syn usikkert om Folketrygdfondet har naturlige fortrinn eller vil kunne opparbeide seg fortrinn i markedene for unotert eiendom og infrastruktur. Eksperttrappor-

ten om eiendom og infrastruktur i SPU viser til studier som finner at store investorer som bygger opp intern kompetanse kan oppnå både lavere kostnader og høyere avkastning enn mindre investorer. SPNs eventuelle investeringer i unotert eiendom og infrastruktur vil være små sammenliknet med mange andre forvaltere. I tillegg er fondskapitalen i SPN for liten til å gjøre Folketrygdfondet til en stor aktør i det nordiske markedet sammenliknet med andre internasjonale investorer.

Etter en samlet vurdering legger Finansdepartementet opp til ikke å åpne for unotert eiendom og infrastruktur i SPN.

6 Ansvarlig forvaltning

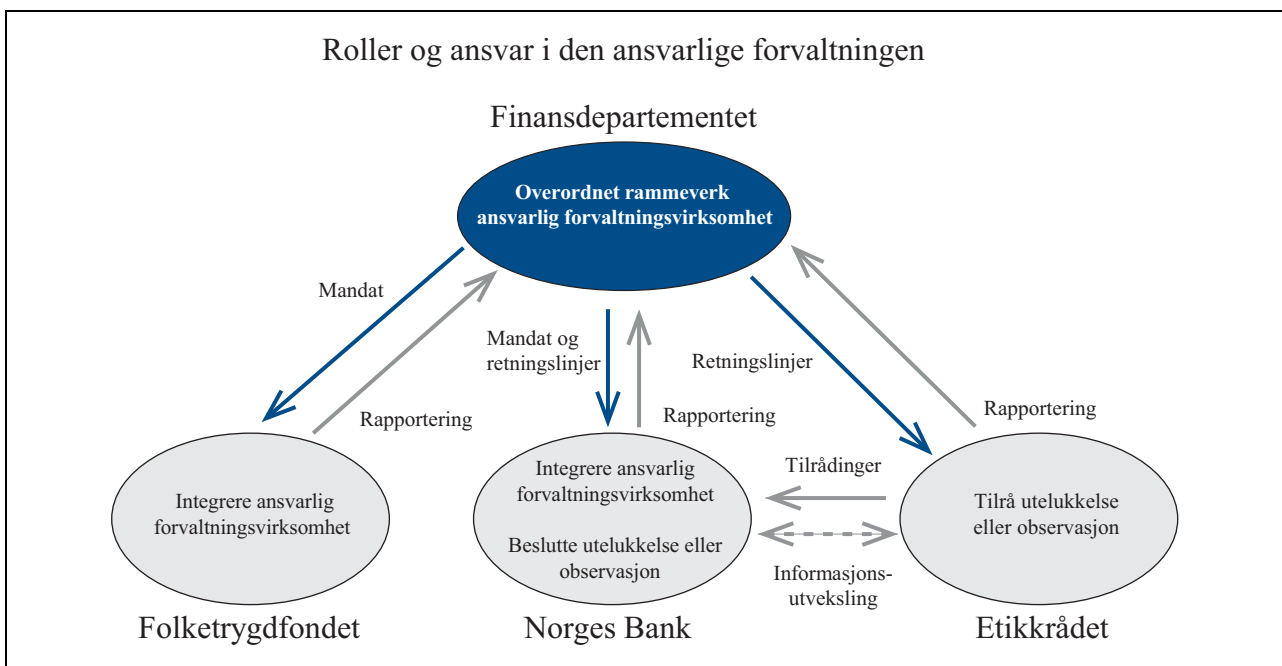
6.1 Dagens rammeverk

Målet med investeringene i Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor rammen av moderat risiko. Fondet skal også være en ansvarlig investor. Finansdepartementet fastsetter rammer for Norges Banks og Folketrygdfondets arbeid med den ansvarlige forvaltningen i henholdsvis SPU og SPN.

Finansdepartementet legger til grunn at god finansiell avkastning over tid vil avhenge av vel fungerende markeder og en bærekraftig utvikling. Det gjelder særlig for en stor, diversifisert og langsiktig investor som i stor grad vil oppnå en avkastning i tråd med verdiskapingen i økonomien. Enkeltelskaper kan isolert sett oppnå en gevinst ved ikke å ta hensyn til alvorlig skade som påføres andre, såkalte negative eksterne virkninger. For en universell og langsiktig eier vil derimot en slik gevinst kunne motsvares av lavere avkastning i andre deler av porteføljen, eller frem i tid.

Mandatene for forvaltningen av SPU og SPN viser til internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder for ansvarlig forvaltning, som FNs Global Compact, OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Disse internasjonale standardene angir normer for god selskapsstyring, og stiller forventninger til selskapers håndtering av bl.a. miljømessige og samfunnmessige forhold, se boks 6.1.

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



Figur 6.1 Roller og ansvar i den ansvarlige forvaltningen av Statens pensjonsfond

Kilde: Finansdepartementet.

Boks 6.1 Internasjonale standarder og prinsipper

Mandatene for SPU og SPN viser til tre internasjonalt anerkjente standarder og prinsipper som skal ivareta hensynet til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i forvaltningen.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er frivillige og ikke-rettslige anbefalinger som skal legge til rette for ansvarlig atferd i alle deler av næringslivet. De ble lansert i 1976 og sist oppdatert i 2011. Den enkelte virksomhet må selv vurdere hvordan retningslinjene best kan tas i bruk. Land som har sluttet seg til OECDs retningslinjer er forpliktet til å opprette nasjonale kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv. Kontaktpunktene skal spre kunnskap om retningslinjene og tilby dialog og mekling i enkelt saker. Det norske kontaktpunktet er organisert som et uavhengig faglig organ, og er administrativt underlagt Utenriksdepartementet.

Retningslinjene tar utgangspunkt i staters eksisterende forpliktelse etter folkeretten til å beskytte individer mot overgrep fra tredjeparter, i dette tilfellet næringslivet. Prinsippene fremhever at stater bør utforme klare forventninger om at selskaper innen deres jurisdiksjon respekterer menneskerettighetene både nasjonalt og internasjonalt. Næringslivets eventuelle manglende respekt for menneskerettighetene er derimot ikke brudd på menneskerettighetene i rettslig forstand.

I henhold til OECDs retningslinjer bør selskaper unngå å forårsake eller bidra til negativ påvirkning gjennom egen virksomhet eller gjennom forretningsrelasjoner, og adressere tilfeller der det skjer. Videre gis det veiledning for hvordan selskaper bør følge opp sine leverandørkjeder. Retningslinjene ber også selskapene gjennomføre såkalte aktsomhetsvurderinger («due diligence») for å sikre at de lever opp til sitt ansvar.

FNs Global Compact

FNs Global Compact er i dag verdens største initiativ for næringslivets samfunnsansvar med

over 12 000 tilsluttede deltakere fra mer enn 170 land. Initiativet er frivillig og retter seg først og fremst mot næringslivet. Selskapene oppfordres til å overholde ti overordnede prinsipper om menneskerettigheter, arbeidsrettigheter, miljø og anti-korrupsjon. I tillegg skal deltakerne årlig rapportere om arbeidet med prinsippene i sin virksomhet. Resultatene offentliggjøres i den årlige rapporten «Global Corporate Sustainability Report».

Prinsippene baserer seg på FNs verdenserklæring om menneskerettigheter, ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet og Rio-erklæringen om miljø og utvikling. Prinsippene er generelle og sier bl.a. at selskaper bør respektere menneskerettighetene, opprettholde organisasjonsfrihet og kollektiv forhandlingsrett, samt fjerne alle former for tvangsarbeid, barnearbeid og diskriminering i arbeidslivet. Selskaper bør også støtte føre-var prinsippet i miljøspørsmål og fremme miljø, utvikling og miljøvennlig teknologi. Alle former for korrupsjon bør motarbeides, herunder utpressing og bestikkelser.

G20/OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse

G20/OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse («corporate governance») tar bl.a. opp rolle- og ansvarsfordelingen mellom eierne, styret og ledelsen i et selskap. Prinsippene er ment å bidra til en felles forståelse av beste praksis innen områder som åpenhet og innsyn, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer, samt styrets ansvar og forpliktelser. Prinsippene gir også innspill til nasjonale beslutningstakere om lederlønninger, til institusjonelle investorers atferd og til etableringen av velfungerende aksjemarkeder.

Prinsippene er basert på at god styring over tid støtter opp om selskapenes utvikling av verdier, tilgang på finansiering og velfungerende kapitalmarkeder. En effektiv styring av selskaper og allokering av kapital vil igjen fremme velferd og økonomisk vekst generelt. G20 sluttet seg til prinsippene høsten 2015.

Boks 6.2 Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Noen kriterier innebærer at selskaper utelukkes på grunnlag av produkter, mens andre utelukker selskaper på grunnlag av atferd. Fondet kan heller ikke investere i obligasjoner utstedt av enkelte stater. Selskaper kan settes til observasjon dersom det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, om utviklingen framover i tid eller dersom det av andre årsaker finnes hensiktsmessig.

Produktkriteriene innebærer at fondet ikke skal vært investert i selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer:

- produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper
- produserer tobakk
- selger våpen eller militært materiell til stater, der fondet ikke tillates å investere i statsobligasjonene.

Våpenkriteriet omfatter kjemiske våpen, biologiske våpen, antipersonellminer, udetekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, klasevåpen og kjernevåpen¹. Fondet skal heller ikke være investert i selskaper som utvikler eller produserer sentrale komponenter til denne typen våpen.

Kriteriet for tobakk er begrenset til selve tobakksproduktet, og omfatter ikke tilhørende

produkter som filter og smakstilsetninger eller salg av tobakksprodukter. Alle selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer dyrker tobakksplanter eller bearbeider tobakk frem til sluttproduktet, skal utelukkes.

Videre kan observasjon eller utelukkelse besluttes for gruveselskaper og kraftprodusenter som selv eller konsolidert med enheter de kontrollerer får 30 pst. eller mer av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer 30 pst. eller mer av sin virksomhet på termisk kull, se avsnitt 6.3.

Atferdskriteriene innebærer at observasjon eller utelukkelse kan besluttes for selskaper der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for:

- grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid
- alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- alvorlig miljøskade
- handlinger eller unnlaterelser som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser
- grov korrupsjon
- andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

¹ Se Revidert nasjonalbudsjett 2004.

Viktige virkemidler i den ansvarlige forvaltningen av fondet er bl.a. å fremme standarder, prinsipper og forskning på området. Det er også å uttrykke forventninger som eier, utøve eierskap gjennom kontakt med selskaper og stemme på generalforsamlinger. Hensyn til styring av selskaper, miljø og samfunnsforhold er integrert i forvaltningen.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, se boks 6.2. Noen kriterier innebærer å utelukke selskaper på grunnlag av produkter, som tobakk, våpen og kull. Andre kriterier for utelukkelse legger til grunn atferd, som grove brudd på menneskerettigheter eller alvorlig miljøskade. Etikkrådet gir råd om et

selskap skal utelukkes eller settes til observasjon. Beslutningen tas av Norges Bank.

I tråd med Stortingets behandling av fondsmeldingen for 2014 og Nasjonalbudsjettet 2016 er bruken av virkemidler i kull- og petroleumsselskaper endret. Finansdepartementet har bl.a. fastsatt et atferdsbasert klimakriterium og et produktbasert kriterium rettet mot kull-selskaper i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU. Kriteriene trådte i kraft henholdsvis 1. januar og 1. februar 2016. De gjennomførte endringene er omtalt i avsnitt 6.3.

Norges Bank og Folketrygdfondet tar investeringsbeslutninger og utøver eierrettigheter uavhengig av Finansdepartementet, innenfor rammene gitt i mandat og retningslinjer. Figur 6.1

viser rolle- og ansvarsfordelingen for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond.

Rammeverket for og bruken av virkemidler i den ansvarlige forvaltningen av SPU og SPN bygger langt på vei på en felles plattform.

6.2 Gjennomføring av arbeidet med ansvarlig forvaltning

Dette avsnittet gjør rede for Etikkrådets, Folkestrygdfondets og Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning. Arbeidet med de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukking er omtalt i avsnitt 6.2.3.

6.2.1 Statens pensjonsfond utland

Mandatet for SPU stiller krav om at Norges Bank skal søke å etablere en kjede av virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Banken skal fastsette et sett av prinsipper for arbeidet, og det skal integreres i forvaltningen av SPU. Det er i mandatet pekt på at prinsippene skal legges til grunn at investeringene har en lang tidshorisont og skal være bredt plassert. Prinsippene skal baseres på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold, i tråd med internasjonalt anerkjente standarder. Mandatet peker også på bidrag til forskning og utvikling av gode standarder, samt miljørelaterte investeringer, som en del av arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Banken skal offentliggjøre prinsippene og virkemidlene som tas i bruk i dette arbeidet.

Hovedstyret i Norges Bank opprettet i 2015 et eierskapsutvalg. Det skal forberede saker og gi råd til hovedstyret bl.a. om observasjon og utelukking av selskaper. Norges Banks egne prinsipper og forventninger for ansvarlig forvaltningsvirksomhet ble revidert i januar 2016, hvor det bl.a. ble innført en direkte referanse til FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UN Guiding Principles for Business and Human Rights, UNGP).

Norges Bank la 4. februar 2016 fram en egen rapport om arbeidet med ansvarlig forvaltning i 2015. Banken har delt sitt arbeid med ansvarlig forvaltning inn i tre områder: Standardsetting, eierskap og risikohåndtering.

Standardsetting

SPU er investert i flere tusen selskaper globalt med en gjennomsnittlig eierandel ved utgangen

av 2015 på 1,3 pst. Arbeidet med felles standarder kan være en effektiv måte å påvirke selskapenes praksis. Standarder kan bl.a. være reguleringer, noteringskrav, koder for beste praksis, normer, formelle standarder eller observert markedspraksis. Innenfor arbeidet med standardsetting prioriterer Norges Bank brede internasjonale prinsipper og standarder. G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring, OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og FNs Global Compact er eksempler på slike standarder, og er særskilt vist til i mandatet fra Finansdepartementet. Norges Bank støtter utviklingen av utvalgte internasjonale standarder, bl.a. gjennom deltakelse i internasjonale fora og konsultasjoner. Videre fremmer banken god markedspraksis gjennom dialog med regulerende myndigheter, andre standardsettere og markedsaktører.

Banken arbeider også med bransjestandarder, særskilte markeder eller temaer som selskapsrapportering eller selskapsstyring, samt andre avgrensede standarder. Et eksempel på et globalt rapporteringsinitiativ som banken støtter er CDP (tidligere kjent som Carbon Disclosure Project). CDP er en uavhengig organisasjon som samler inn og publiserer informasjon om bedrifters utslipp av klimagasser, vann og avskoging for å bidra til bedre selskapsrapportering.

Norges Bank ga i fjor 11 høringsinnspill om internasjonale, virksomhets- eller markeds spesifikke standarder og reguleringer.

Norges Bank fremmer også forskning som kan støtte opp under arbeidet med ansvarlig forvaltning. Forskning anses særlig nyttig innenfor områder med uavklarte spørsmål, for eksempel sammenhengen mellom bærekraft og lønnsom forretningsdrift. Banken har i 2015 støttet ulike forskningsprosjekter og bidratt til flere seminarer og konferanser. Det norske finansinitiativet (NFI) er et forskningsprogram som skal legge til rette for forskning på emner som kan ha særskilt betydning for den langsiktige forvaltningen av fondet. NFI har bl.a. etablert aktivt eierskap som et tema under sitt forskningsprogram. Norges Bank har også inkludert temaet finansiell økonomi og klimaendringer i dette programmet.

Eierskapet

Eierskap kan utøves ved å stemme på generalforsamlinger, delta i styrende organer, ha dialog med selskaper og kontakt med styrene. Et viktig utgangspunkt for Norges Banks eierskapsutøvelse er at styret og ledelsen har hovedansvaret for selskapets forretningsstrategi og drift.

Norges Bank mener at å stemme på generalforsamling er det viktigste virkemiddelet for å påvirke selskaper. Banken har etablert et sett med retningslinjer som grunnlag for sin stemmegivning, som bl.a. innebærer at det i utgangspunktet skal stemmes på alle aksjonærmøter og at stemmegivningen skal offentliggjøres. Det skal stemmes i tråd med fondets langsiktige interesser og tas hensyn til langsiktig verdiskaping, bærekraftig forretningsdrift, styrets ansvar, aksjonærs rettigheter, likeverdig behandling av aksjonærer og åpen selskapskommunikasjon. Bankens retningslinjer og prinsipper for stemmegivning er basert på G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring.

Dagen etter generalforsamlingen publiserer Norges Bank stemmegivningen på sine nettsider. I 2015 kunngjorde banken i enkelte tilfeller sine stemmeintensjoner på forhånd for å støtte opp under tydelige forventninger, åpenhet og aksjonærenes innflytelse. Norges Bank har i 2015 også lagt fram posisjonsnotater om utvalgte temaer innen selskapsstyring. Slike notater er ment å støtte opp under god markedspraksis og bankens egen stemmegivning. I 2015 offentliggjorde banken posisjonsnotater om individuell avstemming på den enkelte kandidat til styret og aksjonærs rett til å foreslå styrekandidater i amerikanske selskaper.

Norges Bank stemte i 2015 på 112 601 forslag på 11 562 generalforsamlinger. 98 pst. av forslagene ble fremmet av selskapene, mens 2 pst. ble fremmet av aksjonærene. Banken er særlig oppmerksom på valg av styreleder og styrets sammensetning, ettersom styret har en sentral rolle i selskapets verdiskaping og langsiktige strategi. Norges Bank prioriterer også å delta i enkelte nominasjonsprosesser gjennom å være med i valgkomiteer eller ha direkte dialog med styrets leder.

Selskapsdialog er et annet virkemiddel i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Banken avholdt i løpet av 2015 totalt 3 520 møter mellom representanter for fondet og selskapenes ledelse og spesialister. Det viktigste kontaktpunktet for banken som aksjonær er styrets leder og medlemmer. Selskapene prioriteres normalt på grunnlag av investeringens verdi, eierandel, utvalgte temaer og utfordringer som er spesifikke for det enkelte selskap. I 2015 prioriterte Norges Bank fem temaer for dialog med selskapene: nominasjonsprosesser i forbindelse med styrevalg, likebehandling av aksjonærer, selskapsstyringsform i Japan, korrupsjon og bærekraft. Banken hadde også dialog med utgangspunkt i selskapshendelser eller vurderinger basert på de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse.

Risikohåndteringen

Norges Bank har i 2015 videreutviklet sitt arbeid med risikoovervåking av selskaper i fondet, bl.a. ved å øke innhenting og utviklingen av ikke-finansielle data.

I 2015 foretok banken 2 517 dokumenterte risikovurderinger. Det legges vekt på forhold som kan ha vesentlig innvirkning på et enkelt selskap eller fondets samlede investeringer. Banken viser til at en må prioritere for at arbeidet med eierskap og risiko skal ha best mulig effekt.

Banken legger vekt på eierskapsarbeidet og risikohåndteringen som kan ha størst effekt for den samlede porteføljen. I tillegg har Norges Bank valgt å prioritere tre såkalte fokusområder:

- barns rettigheter
- klimaendringer
- vannforvaltning

For hvert av de tre områdene har Norges Bank utarbeidet forventninger til selskapenes håndtering av risiko og rapportering om sin virksomhet. Banken har i løpet av 2015 publisert oppdaterte forventningsdokumenter på alle de tre områdene. I februar 2016 publiserte Norges Bank også et nytt forventningsdokument om menneskerettigheter, se avsnitt 6.5.

Norges Bank vurderte i 2015 rapporteringen fra totalt 2 113 selskaper opp mot de prioriterte områdene. Om lag halvparten av vurderingene omhandlet klimaendringer, mens resten fordelte seg om lag likt på vannforvaltning og barns rettigheter. Verdien av de vurderte selskapene utgjorde 45 pst. av aksjeporteføljens markedsverdi.

Norges Bank beregner utslippene av klimagasser fra selskapene i aksjeporteføljen. Et selskap med høye utslipp kan være risikabelt, bl.a. fordi det er sårbart for endret regulering eller utvikling av ny teknologi. Banken ser utslippene opp mot selskapenes størrelse. Ikke alle selskaper rapporterer om sine utslipp på en standardisert måte. Bankens analyser bygger derfor mye på modellering av utslipp fra eksterne leverandører.

Norges Bank har de siste årene solgt seg ut av enkelte selskaper ut fra risikovurderinger. Slike tilpasninger av porteføljen er finansielt motivert og skiller seg fra utelukkelsene som besluttes med utgangspunkt i de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Risiko-baserte nedvalg trekker på bankens ramme for avvik fra referanseindeksen. Bankens nedvalg skjer etter en systematisk gjennomgang av selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold. Klimagassutslipp, knapphet på vann,

avfall, klimaendringer og biologisk mangfold er forhold som inngår i vurderingen. Under samfunnsforhold er det vurdert barnearbeid, forvaltning av menneskelig kapital, samt helse og sikkerhet. Selskapsstyring omhandler først og fremst korrupsjonsrisiko.

Norges Bank viser i sin rapport om ansvarlig forvaltning til at den i 2015 solgte seg ut av 73 selskaper. Nedsalgene var basert på klimagassutslipp (8 selskaper innen sementproduksjon, 16 selskaper innen kullbasert kraftproduksjon, 11 selskaper med kullutvinning rettet mot kraftproduksjon og 7 selskaper på andre områder), sosiale og styringsrelaterte forhold (9 selskaper innen anleggsarbeid, 5 selskaper på grunn av korrupsjon, 1 selskap for andre forhold), avskoging (2 palmeoljeproduksjonsselskaper, 4 papirproduksjonsselskaper, 1 kullgruve i India) og vann og konflikt (9 selskaper innen generell gruvedrift og som utvinner edelmetaller). Til sammen har banken solgt seg ut av 187 selskaper siden praksisen med risikobaserte nedsalg startet i 2012.

Miljørelaterte investeringsmandater

Gjennom de særskilte miljørelaterte investeringsmandatene har Norges Bank siden 2009 opprettet interne og eksterne forvaltningsmandater som er rettet mot selskaper som bidrar til å redusere miljøproblemer, særlig ved å utvikle ny miljøteknologi. Ved utgangen av 2015 var det investert 53,8 mrd. kroner i verdipapirer gjennom de miljørelaterte mandatene. Miljømandatene har de siste årene hatt lavere avkastning enn for fondet samlet, se avsnitt 2.2.

6.2.2 Statens pensjonsfond Norge

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet som er basert på FNs Global Compact, OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskapet. Folketrygdfondet ser også hen til de FN-støttede prinsippene for ansvarlige investeringer (PRI) og «Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse» (NUES). Prinsippene gir overordnede rammer for hvordan Folketrygdfondet arbeider med miljø, samfunnmessige forhold og selskapsstyring som et ledd i å nå målet om høyest mulig avkastning over tid.

Folketrygdfondet mener oppfølging av selskapene bidrar til lavere risiko og god verdiutvikling i porteføljen over tid. Som finansiell investor er Folketrygdfondet opptatt av sentrale eierspørsmål

som finansielle mål og kapitalstruktur, styresamsetning, selskapsstyring, rapportering og åpenhet. For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det også som viktig å følge opp selskapenes lederlønnspolitik.

Folketrygdfondet har utarbeidet veiledende dokumenter for selskapenes arbeid med lederlønsordninger, finansielle mål og kapitalstruktur, menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter, miljø, klima og anti-korrupsjon. Veiledningene skal legge til rette for en effektiv dialog med selskapene gjennom å tydeliggjøre Folketrygdfondets forventning om at selskapene forstår, håndterer og rapporterer om vesentlig risiko og muligheter innenfor hvert område. Veiledningene er forankret i Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringspraksis og bygger på FNs Global Compact og NUES.

Folketrygdfondet har integrert arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet både i investeringsvirksomheten og i eieroppfølgingen av selskapene. For 2015 utga Folketrygdfondet en eierrapport som en integrert del av sin årsrapport. Dokumentet «Folketrygdfondets eierskapsutøvelse», som viser hvordan fondet utøver sitt eierskap i norsk og nordisk næringsliv, ble oppdatert.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet

Folketrygdfondet har i flere år analysert risiko forbundet med miljø, samfunnmessige forhold og selskapsstyring for alle norske selskaper i aksjeporteføljen (såkalte ESG-spørsmål). Fondet har i tillegg tilgang til eksterne ESG-analyser for en del norske selskaper og alle nordiske selskaper. På bakgrunn av analysene valgte Folketrygdfondet i 2015 å prioritere arbeidet med selskapenes finansielle mål og kapitalstruktur, klimagassutslipp og selskapers arbeid mot korrupsjon. Analysene er også grunnlag for dialog med selskapene. I dialogen drøftes aktuelle utfordringer og Folketrygdfondet kan gjøre rede for sine prinsipper og forventninger.

I det norske aksjemarkedet har Folketrygdfondet regelmessig møter og kontakt med ledelsen i selskapene, og med styreleder i saker som hører inn under styrets ansvar. I fondets årsrapport for 2015 opplyser Folketrygdfondet at de har hatt dialog med alle de 49 norske selskapene i porteføljen om sentrale eierspørsmål og konkrete hendelser.

For de nordiske selskapene bruker Folketrygdfondet en ekstern tjenesteleverandør for å overvåke om internasjonale normer og standarder for miljø, samfunn og selskapsstyring overhol-

des. Tjenesteleverandøren varsler ved mistanke om brudd. Basert på dette gjør Folketrygdfondet egne analyser og vurderer hvordan problemstillingen bør håndteres. Folketrygdfondet mottok tre varsler i 2015, om menneskerettigheter, korrupsjon og arbeidstakerrettigheter. Basert på tilhørende analyser har Folketrygdfondet fulgt opp ett selskap.

Utstederne i renteporteføljen overvåkes jevnlig og ESG-analyser søkes integrert i den løpende kredittvurderingen. Folketrygdfondet mener at en utstaders håndtering av miljø- og samfunnsmessige forhold også gir en indikasjon på kredittrisikoen.

Folketrygdfondet arbeider med å integrere informasjon om klimarisiko i forvaltningsarbeidet, bl.a. gjennom en CO₂-analyse av investeringsporteføljen.

Generalforsamlinger og valgkomitéer

Folketrygdfondet stemmer på generalforsamlingene i samtlige selskaper der det er aksjonær. Det innebærer at Folketrygdfondet i 2015 totalt har stemt på 49 ordinære generalforsamlinger og 10 ekstraordinære generalforsamlinger i selskaper notert på Oslo Børs. Folketrygdfondet stemte i perioden mot forslag fra styrene i fem norske selskaper. Forslagene gjaldt bl.a. lederlønn, god selskapsstyring og opsjonsprogrammer.

For nordiske selskaper som fondet er investert i har Folketrygdfondet avgitt stemmer på til sammen 90 generalforsamlinger i 2015, samtlige ved fullmakt med stemmeinstruks. I Norden har Folketrygdfondet stemt mot eller avstått fra å stemme, for tilsammen 26 forslag fra styrene i selskapene. Forslagene gjaldt bl.a. lederlønn og insentivordninger.

Folketrygdfondet legger vekt på valgkomiteenes arbeid med å sette sammen kompetente styrever. Folketrygdfondet var i 2015 representert i sju valgkomiteer i norske selskaper. I tillegg deltok Folketrygdfondet i fire bedriftsforsamlinger og tre representantskap i 2015.

Utvikling av beste praksis

Folketrygdfondet deltar i ulike eksterne initiativer for å utvikle beste praksis og gode standarder for forretningsvirksomhet, herunder Styreinstitutet, Norske Finansanalytikerens Forening og Eierforum. Folketrygdfondet har videre vært en av initiativtakerne til og er et aktivt medlem i Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (NORSIF).

6.2.3 Observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, se boks 6.2. Etikkrådet gir råd om selskaper som bør utelukkes eller settes til observasjon. Beslutningen tas av Norges Bank.

En liste over selskapene som er utelukket eller satt til observasjon er tilgjengelig på Norges Banks nettsider, mens rådene er tilgjengelige på Etikkrådets nettsider. Ifølge listen var totalt 64 selskaper utelukket og ett selskap satt til observasjon ved utgangen av 2015. I løpet av fjoråret er fire nye selskaper utelukket. Videre er observasjon avsluttet for ett selskap, mens ett nytt selskap er satt til observasjon.

Produktbasert utelukkelse

Etikkrådet benytter et eksternt konsulentfirma som løpende overvåker selskapene for produksjon som kan være i strid med retningslinjene. Etikkrådet samarbeider i tillegg med andre finansinstitusjoner for å kartlegge selskaper som produserer klasevåpen.

Ved mistanke om produksjon i strid med fondets retningslinjer, kontakter Etikkrådet de aktuelle selskapene. Dersom et selskap bekrefter rådets opplysninger gis det råd til Norges Bank om utelukkelse. Selskaper som ikke besvarer henvendelsen anbefales utelukket dersom Etikkrådets dokumentasjon viser at selskapene med stor sannsynlighet har produkter som omfattes av utelukkelseskriteriene. Denne prosedyren skal gi rimelig grad av sikkerhet for at selskaper med produksjon i strid med retningslinjene, blir utelukket fra fondet. Det er likevel ingen garanti for at alle selskaper til enhver tid blir fanget opp av rådets overvåking.

Adgangen til å kunne utelukke enkelte statsobligasjoner ble innført i 2010. I dag er rentebærende instrumenter utstedt av Nord-Korea og Syria omfattet. Etikkrådet har så langt ikke identifisert noen selskaper i fondets portefølje som selger våpen eller militært materiell til disse statene. Da Myanmar tidligere var inkludert på denne listen, var ett selskap utelukket. Denne utelukkelsen er senere blitt opphevet. Iran ble tatt ut av listen i februar 2016.

Ved årsskiftet var 39 selskaper utelukket fra fondet på grunnlag av produktbaserte kriterier. Av disse er 18 selskaper utelukket som følge av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsip-

per, mens 21 selskaper er utelukket fordi de produserer tobakk.

Atferdsbasert utelukkelse

For atferdskriteriene velger Etikkrådet ut selskaper og tema det vil prioritere. Mens gjennomgangen av problemområder gjerne følger en langsiktig plan, blir enkeltsaker som oftest tatt opp som følge av nyhetsoppslag. Et eksternt konsulentfirma søker daglig i flere nyhetskilder på flere språk etter oppslag om selskapene i porteføljen. Rådet får kvartalsvise rapporter fra konsulentfirmaet og undersøker selskaper der det synes å være størst risiko for framtidige normbrudd. Etikkrådet mottar og vurderer også henvendelser fra enkeltpersoner og organisasjoner om konkrete selskaper eller problemstillinger.

Blant sakene som kommer fram gjennom nyhetssøk, henvendelser og sektorstudier, velger Etikkrådet ut de tilfellene som synes å være mest alvorlige for videre undersøkelser. Etikkrådet legger bl.a. vekt på hvor grovt normbruddet er, om et selskap beskyldes for flere uetiske forhold, om det er sannsynlig at normbrudd vil fortsette, og om det er mulig å dokumentere de forholdene selskapet er anklaget for. Hensikten er å identifisere selskaper der det er en uakseptabel risiko for at brudd på retningslinjene pågår, og at slike brudd vil fortsette framover.

Norges Bank har også anledning til å gjøre Etikkrådet oppmerksom på mulige problemstillinger, og sendte 16 brev om slike saker i løpet av 2015. Etikkrådet innhenter også informasjon fra forskere og forskningsmiljøer, internasjonale, regionale og nasjonale organisasjoner og flere andre miljøer. Rådet setter ofte ut konsulentoppdrag for å undersøke mistanker om brudd på retningslinjene. Selskapene i porteføljen er også selv viktige informasjonskilder. Det er ofte tett dialog, både muntlig og skriftlig, med selskapene i løpet av vurderingsprosessen.

Etikkrådet har i flere år systematisk gått gjennom fondets investeringer i enkelte typer virksomhet som kan forårsake alvorlige miljøproblemer. I 2015 har rådet arbeidet mye med selskaper som etablerer plantasjoner i tropisk regnskog og med selskaper som deltar i uregulert, urapportert eller ulovlig fiske. Under menneskerettighetskriteriet har rådet kartlagt selskaper i porteføljen som har tekstilproduksjon i enkelte asiatiske land, og selskaper som har byggevirkosomhet i Qatar. Etikkrådet arbeider med korrupsjonssaker utfra en risikotilnærming der rådet gjennomgår land og sektorer som ifølge internasjonale rangeringer er

særlig korrupsjonsutsatte. Så langt har rådet konsentrert seg om bygg- og anleggsbransjen, olje- og gassektoren, forsvarsindustrien og telekommunikasjonsindustrien.

Etikkrådet kontakter selskaper på et tidlig stadium i utredningen av sakene og ber selskapene om å besvare spørsmål eller sende rådet informasjon. I 2015 kontaktet Etikkrådet 42 selskaper og møtte 11 av dem. Etikkrådet legger vekt på å få informasjon direkte fra selskaper, men kan også avgi råd til Norges Bank i tilfeller der selskaper ikke besvarer rådets henvendelser.

Ved årsskiftet omfattet listen over utelukkelse etter disse kriteriene i alt 25 selskaper, hvorav 17 selskaper er utelukket fordi de anses å forårsake grov miljøskade. Tre av selskapene er utelukket på grunnlag av medvirkning til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, mens to selskaper er utelukket på grunnlag av andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer. Tre selskaper er utelukket på grunnlag av alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner.

Observasjon

Observasjonen av ett selskap under kriteriet grov korrupsjon er avsluttet. Etikkrådet har bl.a. fulgt med på hvordan selskapet har utviklet sine systemer for å hindre korrupsjon. Et nytt selskap som har etablert palmeoljeplantasjer i tropisk regnskog, er satt til observasjon under kriteriet grov miljøskade.

Opphevelse

Etikkrådet vurderer årlig om grunnlaget for utelukkelse eller observasjon av et selskap fortsatt er til stede. Dersom ny informasjon tilsier at grunnlaget for utelukkelse eller observasjon har falt bort, avgir Etikkrådet tilråding om å oppheve den tidligere beslutningen.

6.3 Klimahensyn og kullselskaper i SPU

6.3.1 Innledning

SPUs investeringer og bruk av virkemidler i kullselskaper ble omtalt i fondsmeldingen for 2014 og Nasjonalbudsjettet 2016. I tråd med Stortingets behandling av disse meldingene har Finansdepartementet endret retningslinjer om observasjon og utelukkelse fra SPU (retningslinjene), se Innst. 290 S (2014–2015) og Innst. 2 S (2015–2016).

Med virkning fra 1. januar 2016 har Finansdepartementet fastsatt et atferdsbasert klimakriterium for observasjon og utelukkelse av selskaper. Kriteriet retter seg mot selskaper der det er uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for «handlinger eller unnlater som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser». Den overordnede forståelsen av kriteriet er drøftet i fondsmeldingen for 2014, der det også er pekt på at den nærmere forståelsen vil utvikles over tid. Kriteriet er tatt inn i retningslinjene § 3, ny bokstav d.

Videre har Finansdepartementet med virkning fra 1. februar 2016 fastsatt et nytt produktbasert kriterium for kull i retningslinjene. Det er også foretatt enkelte andre endringer i retningslinjene og i mandatet for forvaltningen av SPU som følge av det nye kriteriet, se avsnittene 6.3.2 – 6.3.4.

Det er også satt i gang andre prosesser som berører disse temaene. Norges Bank går nå gjennom risikoen ved selskaper i porteføljen der aktiviteter som utvinning av kull, kraftproduksjon basert på kull eller kullbasert energiforedling er en vesentlig del av virksomheten, se avsnitt 6.3.5. Det er lagt opp til å omtale finansiell risiko som følge av klimaendringer i fondsmeldingen som legges fram våren 2017. Videre følger Finansdepartementet opp spørsmålet om investeringsstrategien for SPU bør ses i et nasjonalformuesperspektiv, slik at oljepriserisikoen for norsk økonomi kan belyses i et bredere perspektiv, se fondsmeldingen for 2014. Det er lagt opp til å omtale dette spørsmålet i den kommende perspektivmeldingen.

6.3.2 Nærmere om endringene i rammeverket for ansvarlig forvaltningsvirksomhet

Forslagene til endringer i rammeverket for ansvarlig forvaltningsvirksomhet ble forelagt Etikkrådet og Norges Bank for uttalelse, som ikke hadde vesentlige merknader. Brev 19. januar 2016 fra Etikkrådet og brev 28. januar 2016 fra Norges Bank er tilgjengelige på Finansdepartementets nettsider.

Hovedbestemmelsen om produktbasert observasjon og utelukkelse av kullselskaper er tatt inn på følgende måte i § 2 annet ledd i retningslinjene:

«Observasjon eller utelukkelse kan besluttes for gruveselskaper og kraftprodusenter som selv eller konsolidert med enheter de kontrollerer får 30 pst. eller mer av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer 30 pst. eller mer av sin virksomhet på termisk kull.»

På bakgrunn av Stortingets behandling skal kriteriet:

- Gjelde for gruveselskaper og kraftprodusenter som produserer eller bruker kull til energiformål, såkalt termisk kull. Begrepet termisk kull er tatt eksplisitt inn i bestemmelsen, noe som er en endring sammenliknet med ordlyden som ble presentert i Nasjonalbudsjettet 2016. Metallurgisk kull for eksempel til bruk i stålproduksjon omfattes ikke.
- Omfatte selve produksjonen. Kjøp og salg av kull i seg selv, eller transport av kull samt distribusjon og handel med kraft, omfattes ikke.
- Forstås slik at det er tilstrekkelig at et selskap treffer på én av terskelverdiene (inntekt/virksomhet) for at andelen kull skal anses som vesentlig. Det er i Nasjonalbudsjettet 2016 redegjort for utfordringer ved terskelvurderingene og påpekt at den nærmere tolkningen og praksisen må utvikles over tid.

Videre vil det relevante vurderingsgrunnlaget være om et morselskap selv, eller konsolidert med enheter det kontrollerer (datterselskaper), overskrider enten inntektsterskelen eller terskelen for andel av virksomhet. For inntekter bør konsoliderte regnskapstall legges til grunn. Det følger av Innst. 2 S (2015–2016) at bestemmelsen om kontrollerte enheter «skal forstås slik at selskap ikke automatisk kan forbli i porteføljen kun ved å opprette ett eller flere datterselskaper for kullvirksomheten. Flertallet har merket seg at det relevante vurderingsgrunnlaget vil være om selskapet selv, eller konsolidert med datterselskaper det kontrollerer, overskrider enten inntektsterskelen eller terskelen for andel av virksomhet».

Ordlyden åpner opp for at praktiseringen av kriteriet kan tilpasses etter hvert som en høster erfaring. Kriteriet er gitt en overordnet, generell utforming og fastsatt som en «kan»-regel. Det gir nødvendig rom for skjønn til å foreta framoverskuende vurderinger og legger til rette for en kjede av virkemidler, slik Stortinget har vektlagt bl.a. i Innst. 290 S (2014–2015).

Hensynet til framoverskuende vurderinger er søkt ivaretatt gjennom ordlyden i § 2 tredje ledd:

«I vurderingen etter annet ledd skal det i tillegg til selskapets nåværende inntekts- eller virksomhetsandel fra termisk kull legges vekt på framoverskuende vurderinger, herunder eventuelle planer som vil redusere inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til termisk kull

og/eller øke inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til fornybare energikilder.»

Norges Bank viser i brev 28. januar 2016 til at noe skjønn bør kunne benyttes for eksempel for å vurdere hvordan andel fornybar energi hos en kraftprodusent skal hensynstas i totalvurderingen. Departementet støtter en slik tilnærming.

Det er en mindre justering i annet ledd sammenliknet med ordlyden som ble presentert i Nasjonalbudsjettet 2016. Tilføyelse av et tredje ledd om framoverskuende vurderinger medførte at annet ledd måtte endres til kun å omhandle nå-situasjonen.

I tråd med Innst. 2 S (2015–2016) er det i retningslinjenes § 2 inntatt et nytt fjerde ledd som medfører at råd og beslutninger om utelukkelse ikke omfatter et selskaps grønne obligasjoner, såfremt disse er anerkjent gjennom inkludering på angitte indekser for slike obligasjoner eller verifisert av anerkjent tredjepart.

Før Norges Bank treffer beslutninger om utelukkelse, skal den vurdere om andre virkemidler, herunder eierskapsutøvelse, kan være bedre egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessige. Banken skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte. Denne bestemmelsen i § 6 tredje ledd gjelder også for det nye kullkriteriet. Ved en inkurie tilsa bestemmelsen tidligere at dette også gjaldt ved beslutninger om å gjeninkludere et selskap eller oppheve en observasjon. Dette ble rettet med endringene 1. februar 2016.

Det er lagt til grunn samme prosedyre for åpenhet som for øvrige kriterier, der navn og beslutningsgrunnlag skal offentligjøres både for selskaper som settes til observasjon og selskaper som utelukkes.

6.3.3 Arbeidsdelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank

I tråd med Innst. 2 S (2015–2016) er Norges Bank gitt et formelt ansvar for å identifisere og utelukke selskaper under kullkriteriet, også uten en tilråding fra Etikkrådet. Tilsvarende gjelder for gjeninkluderinger. Også Etikkrådet kan på selvstendig grunnlag tilrå observasjon og utelukkelse av selskaper for kullkriteriet.

Det er forutsatt samme prosedyre for åpenhet som for råd fra Etikkrådet, noe som medfører at beslutningsgrunnlaget som ligger til grunn for bankens beslutninger om utelukkelse eller observasjon må offentligjøres.

Bestemmelser om dette er tatt inn i henholdsvis fjerde ledd i § 1 om virkeområdet for retningslinjene, første ledd i § 6 om Norges Banks kompetanse og oppgaver og første ledd i § 8 om offentliggjøring.

6.3.4 Finansielle nedslag av kullselskaper

Norges Bank har de siste årene foretatt risikobaserte salg av en del kullselskaper, innenfor rammen for avvik fra referanseindeksen. På bakgrunn av Stortingets tilslutning i Innst. 2 (2015–2016) er det i § 12 annet ledd i retningslinjene tatt inn en bestemmelse om at verdipapirer som ville vært omfattet av det nye produktkriteriet, om de fortsatt hadde vært i porteføljen, kan besluttes utelukket og trekkes ut av referanseindeksen. Disse verdipapirene vil dermed ikke lenger inngå i referanseindeksen som Norges Banks investeringer måles mot. Samme prosedyrer må følges som for øvrige beslutninger, herunder offentliggjøring av selskapsnavn og beslutningsgrunnlag.

6.3.5 Rapport om risikoen ved kullinvesteringer

Finansdepartementet ba i juni 2015 Norges Bank om å gå gjennom risikoen ved investeringene i selskaper der aktiviteter som utvinning av kull, kraftproduksjon basert på kull eller kullbasert energiforedling utgjør en vesentlig del av virksomhet.

Norges Bank engasjerte i august 2015 Smith School of Enterprise and the Environment ved Universitetet i Oxford for å analysere og skrive en rapport om risikoen ved kullinvesteringer. Det ble presisert at ulike risikofaktorer selskaper innen kullgruvedrift, kraftproduksjon fra kull, og annen kullbasert energiforedling (såkalt «coal-to-liquid») er utsatt for, skulle vurderes. Smith School of Enterprise and the Environment publiserte i januar 2016 en rapport som omhandler de 100 største kullkraftselskapene, 30 største kullgruveselskapene og 30 største «coal-to-liquid» selskapene. Analysen inkluderer en framoverskuende vurdering av miljørelatert risiko for kullselskaper, som for eksempel luftforurensing, endringer i regelverk, prising av karbonutslipp, tilgang på vann av tilstrekkelig kvalitet og teknologiske endringer.

Rapporten inngår i bankens arbeid med å analysere klimarisiko. Hovedformålet er å gjøre forskningsresultater om til et nyttig grunnlag for investors arbeid med risikostyring, eierskapsutøvelse og nedslag. Det er vanlig i studier av miljørelatert risiko å se på karbonutslipp og intensitet basert på rapportering på selskapsnivå («top-down appro-

ach»). I denne rapporten analyseres de enkelte aktiva i verdikjeden til termisk kull basert på en rekke miljørelaterte riskofaktorer («bottom-up approach»). En slik tilnærming gir ifølge rapporten bedre innsikt i selskapers framtidsutsikter.

6.4 OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er frivillige anbefalinger som skal legge til rette for ansvarlig atferd i alle deler av næringslivet. Retningslinjene ble lansert i 1976 og sist oppdatert i 2011. De er ikke juridisk bindende, og den enkelte virksomhet må selv vurdere hvordan retningslinjene best kan tas i bruk. Retningslinjene er på enkelte områder også i tråd med andre standarder, slik som FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP).

Land som har sluttet seg til OECDs retningslinjer er forpliktet til å opprette nasjonale kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv. Kontaktpunktene skal spre kunnskap om retningslinjene og tilby dialog og mekling i enkeltsaker. Det norske kontaktpunktet er organisert som et uavhengig faglig organ, og er administrativt underlagt Utenriksdepartementet.

I mandatet for SPU er det stilt krav om at Norges Bank skal fastsette et bredt sett av prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Prinsippene skal bygge på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder som bl.a. OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Norges Bank utøver fondets eierrettigheter og har som del av dette uttrykt at selskapene fondet er investert i forventes å følge anbefalingene i OECDs retningslinjer.

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

OECD har gjennom flere år arbeidet med å utforme veiledere som konkretiserer hvordan retningslinjene kan tas i bruk i praksis innenfor ulike sektorer. Høsten 2015 startet et arbeid med å lage veiledere om hvordan retningslinjene kan praktiseres for finanssektoren. Arbeidet er forankret i arbeidsgruppen for ansvarlig næringslivsatferd og en referansegruppe som består av representanter for myndigheter, bransje, internasjonale organisasjoner, fagforeninger og akademikere. Finansdepartementet og Norges Bank deltar i referansegruppen. Det er et mål å ferdigstille veilederne i løpet av 2016.

6.5 Forventningsdokument om menneskerettigheter

I forbindelse med behandlingen av fondsmeldingen fattet Stortinget den 5. juni 2015 følgende anmodningsvedtak: «Stortinget ber regjeringen be Norges Bank vurdere om det kan igangsettes en utarbeidelse av forventningsdokument for menneskerettigheter, og hvilke områder innen menneskerettigheter det er mulig å inkludere i et slikt dokument.»

I tråd med dette vedtaket ba Finansdepartementet, i brev 23. juni 2015, Norges Bank om å vurdere muligheten for å utarbeide et slikt dokument. Banken har i svarbrev 1. februar 2016 vist til hvordan menneskerettigheter inngår i den ansvarlige forvaltningen av SPU og drøftet spørsmålet om et nytt forventningsdokument. I februar 2016 la Norges Bank fram et forventningsdokument om menneskerettigheter.

Norges Bank bruker forventningsdokumenter innenfor utvalgte områder i sitt eierskapsarbeid. Forventningsdokumentene er overordnede, og uttrykker forventninger til selskapenes styrer om strategi, risikostyring, rapportering og åpenhet. De er også et utgangspunkt for forvalters dialog med selskapene.

Forventningsdokumentet om menneskerettigheter som ble lagt fram i februar angir hvordan Norges Bank som en finansiell investor forventer at selskapene respekterer menneskerettigheter i tråd med de internasjonale retningslinjene fra UNGP. Banken viser til at selskapene har et eget ansvar for å vurdere hvordan og i hvilket omfang UNGP er relevant for deres virksomhet. Selskaper skal vise aktsomhet og arbeide for å redusere risikoen for å krenke menneskerettighetene. Norges Bank anser respekt for menneskerettighetene som en del av god forretningspraksis og håndtering av risiko. Styret i et selskap forventes også å

ta tilbørlig hensyn til andre berørte parter og behandle deres interesser på en ryddig måte.

Norges Bank viser til at det i 2015 ble utarbeidet et første rammeverk for selskapers rapportering om UNGP. God rapportering er viktig for myndigheters, aksjonærers, selskapers og andre interessenters arbeid med menneskerettigheter.

Videre vises det til at fordelingen av roller og ansvar mellom aksjonærer og styret i et selskap bør praktiseres i tråd med anerkjente, internasjonale prinsipper for selskapsstyring. Dette legger premiser for hva en kan forvente å oppnå gjennom eierskapsutøvelse. Investorer har særskilte eierrettigheter. Blant disse er stemmerett ved generalforsamling og rett til informasjon. Investorer kan også søke dialog med selskaper, men minoritetsaksjonærer bør samtidig ikke søke å detaljstyre. Forventningsdokumentene fra banken er derfor overordnede og rettet mot selskaperens styre.

For at eierskapsutøvelsen skal være effektiv bør den etter bankens syn være basert på prinsipper og standarder som har bred tilslutning blant aksjonærene. Forventninger til selskaper om menneskerettigheter bør, gjennom utgangspunktet i UNGP og OECDs retningslinjer og prinsipper, sikte mot å speile og fremme slike aksepterte standarder.

Dokumentet fremhever ikke enkelte menneskerettigheter særskilt, men legger til grunn den samme bredden av rettigheter som danner grunnlaget for UNGP og OECDs retningslinjer. Sentrale i denne sammenhengen er verdenserklæringen om menneskerettigheter, FN-konvensjonen om økonomiske, sosiale og kulturelle rettigheter (ØSK) og FN-konvensjonen om sivile og politiske rettigheter (SP), samt ILOs kjernekonvensjoner om grunnleggende rettigheter og prinsipper i arbeidslivet. Norges Bank oppfatter at det er bred støtte for et slikt utgangspunkt.

Forventningsdokumentet om menneskerettigheter kommer i tillegg til eksisterende dokumenter om klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter. Disse ble oppdatert i 2015. Det oppdaterte dokumentet om barns rettigheter reflekterer det normative grunnlaget som UNGP danner for menneskerettigheter generelt, og barns rettigheter spesielt.

6.6 Utelukkelse av selskaper fra SPN mv.

Både SPU og SPN er investert i noterte aksjer og obligasjoner i Danmark, Finland og Sverige.

Etikkrådet har ansvar for å vurdere om investeringene i SPU er i strid med de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU. Etikkrådet gir råd til Norges Bank om observasjon og utelukkelse, men har ingen tilsvarende rolle for SPN. Det er imidlertid lagt til grunn at et nordisk selskap som eies gjennom både SPU og SPN vil bli tatt ut av begge fondenes investeringsunivers dersom det fattes en beslutning om utelukkelse fra SPU.¹ Mandatet for forvaltningen av SPN gjenspeiler dette.

Beslutningskompetansen for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU ble lagt til Norges Bank med virkning fra 1. januar 2015. Ettersom de etiske motiverte kriteriene for observasjon og utelukkelse av selskaper også med den nye ordningen bestemmes av politiske myndigheter, og beslutningene baseres på et råd som gjelder SPU, legger departementet til grunn at selskaper som utelukkes fra SPU fortsatt skal utelukkes fra investeringsuniverset for SPN. Tilsvarende antas å gjelde for gjeninkluderinger.

Departementet inntok på denne bakgrunn 14. mars 2016 en generell begrensning i § 3-1 tredje ledd og § 3-6 åttende ledd i mandatet for forvaltningen av SPN om at fondet ikke skal være investert i verdipapirer som er utelukket i henhold til retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU. Dette innebærer at disse verdipapirene ikke vil være del av investeringsuniverset til SPN, og at det ikke kreves en konkret beslutning om utelukkelse fra investeringsuniverset til SPN i den enkelte sak. Departementet har lagt til grunn at det ikke lenger er naturlig at beslutninger i enkelt saker om utelukkelse fra SPN skal ligge i departementet, se omtale i fondsmeldingen for 2013.

Verdipapirer som er utelukket etter retningslinjene skal heller ikke inngå i referanseindeksen for SPN. Finansdepartementet fastsetter tidspunkt for utelukkelse og gjeninkludering av slike verdipapirer i referanseindeksen, se § 3-1 tredje ledd i mandatet. Dette er også ordningen for SPU, se avsnitt 6.7.

Det er lagt opp til en prosedyre hvor departementet orienterer Folketrygdfondet etter at Norges Banks beslutning om utelukkelse eller gjeninkludering er offentlig kjent. Folketrygdfondet skal gjøre rede for utelukkelse og gjeninkluderinger i sine kvartals- og årsrapporter.

¹ Se bl.a. fondsmeldingen for 2006 og forarbeidene til folketrygdfondloven, Ot.prp. nr. 49 (2006–2007) punkt 2.2 nest siste avsnitt om fondsforvaltningen.

Utøvelse av eierrettigheter uavhengig av departementet

Det er forutsatt bl.a. i forarbeidene til lov om Statens pensjonsfond² at Finansdepartementet ikke vil instruere Folketrygdfondet i spørsmål om eierskapsutøvelse i enkeltelskaper. Det er fra 14. mars 2016 presisert i SPN-mandatet § 1-2 tredje ledd at Folketrygdfondet skal utøve eierrettighetene uavhengig av departementet.

Klargjøring av målsettingen for arbeidet med ansvarlig forvaltningspraksis

14. mars 2016 ble det inntatt en ny målformulering (§ 1-3) i mandatet for SPN. Samtidig ble det inntatt en samlebestemmelse (§ 2-1) om prinsipper for den ansvarlige forvaltningsvirksomheten. Endringene følger opp tilsvarende endringer i mandatet for SPU som ble gjennomført fra 1. januar 2015. Endringen for SPU er omtalt i fondsmeldingen for 2013 hvor departementet uttaler at sammenhengen mellom bærekraftig utvikling og god avkastning på sikt, må forstås som en presisering innenfor den overordnede målsettingen om høyest mulig avkastning.

Det er også foretatt noen språklige og mindre redaksjonelle endringer i tråd med begrepsbruk og innretning av mandatet for SPU. Det gjelder for eksempel begrepet «ansvarlig investeringsvirksomhet» som er endret til «ansvarlig forvaltningsvirksomhet».

6.7 Justering av referanseindeksen ved utelukkelse av selskaper fra SPU

Retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU innebærer at selskaper kan utelukkес på grunnlag av atferd, som grove brudd på menneskerettigheter eller alvorlig miljøskade, eller på grunnlag av produksjon, som tobakk, våpen og kull. Aksjer og obligasjoner utstedt av utelukkede selskaper skal ikke inngå i referanseindeksen for SPU, se § 3-2 niende ledd og § 3-3 femte ledd i mandatet for SPU. I henhold til § 3-1 tredje ledd skal Norges Bank ha retningslinjer for utelukkelse og gjeninkludering av selskaper i fondets investeringsunivers og referanseindeks.

I brev 4. desember 2015 anbefalte Norges Bank at Finansdepartementet bør fastsette tidspunkt for

utelukkelse og gjeninkludering fra referanseindeksen. Finansdepartementet deler denne vurderingen og har med virkning fra 1. februar 2016 tatt inn en bestemmelse om dette i mandatet, se § 3-1 tredje ledd nytt annet punktum. Videre er det i § 2-5, som legger beslutningskompetansen etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse til Norges Bank, tilføyd et nytt annet punktum om at Norges Bank skal orientere departementet om beslutninger om utelukkelse og gjeninkludering.

6.8 Evaluering av den nye ansvarsdelingen for utelukkelse av selskaper fra SPU

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Etikkrådet har ansvar for å gi råd om et selskap skal utelukkес eller settes til observasjon, mens det er Norges Bank som trefter beslutninger i slike saker. Fram til 2015 var det Finansdepartementet som besluttet om et selskap skulle utelukkес eller settes til observasjon. Den nye arbeidsdelingen innebærer samtidig at Etikkrådets medlemmer fortsatt oppnevnes av departementet, men nå etter innstilling fra Norges Bank.

Forslag om ny arbeidsdeling er drøftet i fondsmeldingen for 2012, som ble lagt fram våren 2013. Formålet med endringen var bl.a. å legge til rette for et godt samarbeid mellom Etikkrådet og Norges Bank, slik at de ulike virkemidlene lettere kan vurderes i sammenheng og brukes på en hensiktsmessig måte i hvert enkelt tilfelle. Dette ble fulgt opp av Stortingets behandling av meldingen, der et flertall i finanskomiteen skrev bl.a. at «... når uttrekksmekanismen flyttes til Norges Bank, så vil det være viktig at Strategirådets anbefalinger om tydeligere ansvarslinjer og bedre kommunikasjon og integrering av arbeidet mellom Norges Bank og Etikkrådet følges opp og forbedres, slik at man får til en mest mulig sammenhengende kjede av virkemidler og oppfattes utad som entydig» (Innst. 200 S (2013–2014)). Komiteens flertall forutsatte at den nye organiseringen skulle evalueres i de årlige meldingene til Stortinget. I fondsmeldingen for 2014 ble det varslet at departementet ville komme tilbake til dette i denne meldingen.

Det nye rammeverket har fått virke i forholdsvis kort tid. Finansdepartementet legger i denne første evalueringen derfor vekt på hvilke prosedyrer og arbeidsmåter Norges Bank og Etikkrådet har etablert, hver for seg og sammen, for å følge

² Ot.prp. nr. 2 (2005–2006) om lov om Statens pensjonsfond punkt 3.4.2.

opp rammeverket. Departementet har i den forbindelse bedt om vurderinger fra både Norges Bank og Etikkrådet. Bankens og Etikkrådets svarbrev av 29. januar 2016 er tilgjengelige på Finansdepartementets nettsider.

Norges Banks hovedstyre har fastsatt prinsipper for arbeidet med ansvarlig forvaltning. Hovedstyret har også opprettet et eierskapsutvalg som forbereder og gir råd til hovedstyret i saker om ansvarlig forvaltning og observasjon eller utelukkelse av selskaper fra fondet, som omtalt i bankens rapport «Ansvarlig forvaltning 2015». Utvalget består av en visesentralbanksjef og to eksterne styremedlemmer. Vedtak fattes av hovedstyret.

Ved siden av råd fra Etikkrådet innhenter hovedstyret innspill fra kapitalforvaltningsenheten NBIM om selskaper som vurderes utelukket eller satt til observasjon. Det vurderes da også om eierskapsutøvelse kan være et mer hensiktsmessig virkemiddel. Disse vurderingene bygger bl.a. på investert beløp, om det er etablert en relasjon til selskapet, fondets eierandel i selskapet og hvilke forhold som er tatt opp i tilrådingen fra Etikkrådet.

Departementet forstår målet om «en mest mulig sammenhengende kjede av virkemidler» som at alle virkemidlene ses i sammenheng og samlet brukes mest mulig hensiktsmessig. Det vil bare være mulig hvis det er gode rutiner for utveksling av informasjon mellom banken og Etikkrådet.

Norges Bank og Etikkrådet har etablert rutiner for utveksling av informasjon og koordinering. Norges Bank holder Etikkrådet oppdatert om hvilke selskaper fondet er investert i og om den kontakten banken har med selskapene. Etikkrådet informerer Norges Bank om hvilke selskaper rådet undersøker. Det avholdes møter mellom Norges Bank og Etikkrådet hvert kvartal om arbeidet med enkeltelskaper og planer for arbeidet framover.

Ifølge retningslinjene skal «kommunikasjonen med selskapene være koordinert og med mål om å oppfattes som entydig». Etikkrådet informerer Norges Bank ved NBIM når det ønsker å kontakte et selskap. Hvis det anses hensiktsmessig informerer NBIM selskapet om at det vil bli kon-

taktet. Etikkrådet legger vekt på å forklare selskapene sin rolle i rammeverket for ansvarlig forvaltning.

Norges Bank og Etikkrådet legger vekt på åpenhet. Samtidig kan det som regel ikke opplyses om selskaper som er under vurdering før det er gitt en tilråding og beslutning er fattet. Alle beslutninger om utelukkelse av selskaper i 2015 ble offentliggjort etter at eventuelle nedsalg var gjennomført. Etikkrådet offentliggjorde sine råd samtidig med at Norges Bank offentliggjorde beslutningene. Både Etikkrådet og Norges Bank omtaler råd og beslutninger i sine årsrapporter og på sine nettsider.

Departementets vurderinger

Endringene i arbeidsdelingen innebærer at Etikkrådet og Norges Bank har direkte kontakt i spørsmål om ansvarlig forvaltning. Samtidig har de fortsatt ulike roller i arbeidet. Etikkrådet gir råd til Norges Bank om selskaper skal settes til observasjon eller utelukkes fra fondet, og Norges Bank fatter beslutninger etter retningslinjene. Etikkrådet er et uavhengig organ, og det er klare ansvarslinjer.

De ulike virkemidlene på dette området, som observasjon, utelukkelse og eierskapsutøvelse, bør ikke vurderes isolert. En tettere kontakt mellom Etikkrådet og Norges Bank legger grunnlag for at virkemidlene bedre kan ses i sammenheng og brukes på en best mulig måte i hvert enkelt tilfelle. Dette krever at det er gode rutiner for utveksling av informasjon mellom Etikkrådet og Norges Bank. Etikkrådet og Norges Bank har etablert slike rutiner.

Retningslinjene har fått virke i forholdsvis kort tid. Finansdepartementet oppfatter at Etikkrådet og Norges Bank er kommet godt i gang med å følge dem opp. Departementet legger til grunn at arbeidet fortsetter. Når det er gått mer tid vil en gjennomgang også kunne vurdere om den nye organiseringen har bidratt til en god og enhetlig ansvarlig forvaltning av SPU. Evalueringer vil skje regelmessig og omtales i de aktuelle fondsmeldingene.

Del II
Temaartikler

7 Brutto meravkastning som resultatmål for forvaltningen

7.1 Innledning

Finansdepartementet har fastsatt mandater for Norges Banks og Folketrygdfondets forvaltning av henholdsvis SPU og SPN. Mandatene uttrykker fondenes investeringsstrategi, bl.a. gjennom bestemmelser om sammensetningen av respektive referanseindekser og rammer for risikotaking. I henhold til mandatene skal forvalterne søke å oppnå høyest mulig avkastning av SPU og SPN, målt i henholdsvis internasjonal valuta og norske kroner, etter forvaltningskostnader.

I mandatene er det åpnet for at Norges Bank og Folketrygdfondet kan avvike fra respektive referanseindekser innenfor gitte risikorammer. Rammen for markedsrisiko målt ved forventet relativ volatilitet er sentral. Den innebærer at forvalterne kan utnytte fondenes særtrekk og fortrinn til å oppnå meravkastning sammenliknet med referanseindeksene. Rammen gir også mulighet for en kostnadseffektiv tilpasning til referanseindeksene. Avvik fra referanseindeksene kan medføre at absolutt risiko i fondene blir noe høyere eller lavere enn i referanseindeksene.

Finansdepartementet benytter *brutto meravkastning*, definert som avkastningsforskjellen mellom fondet og referanseindeksen, som resultatmål for forvaltningen. Tallet bygger på det revisorgodkjente regnskapet, og er ikke avhengig av modellformuleringer eller anslåtte parametre. Resultatmålet er en bruttostørrelse som ikke tar hensyn til kostnader. Samtidig innebærer også indeksforvaltning kostnader. Finansdepartementet har tidligere vist til beregninger fra Norges Bank og Folketrygdfondet som kan understøtte at brutto meravkastning er en rimelig tilnærming til netto verdiskaping.

7.2 Arbeidsdelingen mellom kapitaleier og forvalter

Referanseindeksene Finansdepartementet har fastsatt for SPU og SPN bygger på ledende, lett tilgjengelige og brede markedsindekser for aksjer og obligasjoner utarbeidet av anerkjente indeks-

leverandører. Forventet avkastning av referanseindeksene reflekterer meravkastning utover risikofrie plasseringer ved å høste risikopremier med solid teoretisk og empirisk grunnlag, slik som aksje- og kredittpremien. Investeringer i tråd med brede markedsindekser gir samtidig god risikospredning ved at betydningen av hendelser i enkeltelskaper, -sektorer eller -markeder reduseres.

Markedsindeksene er standardiserte produkter der indeksleverandørene gjør en rekke valg og prioriteringer om hvordan markeder og verdipapirer skal representeres. Krav til omsettelighet for verdipapirene og markedene som inngår gjør det mulig for investorer å kjøpe verdipapirene som inngår i indeksen uten høye transaksjonskostnader. Indeksene kan i utgangspunktet følges tett, og til lave kostnader. Referanseindeksene for SPU og SPN kan derfor være et godt utgangspunkt for å måle verdien forvalterne tilfører fondene.

Indeksleverandørens valg og prioriteringer er tilpasset investoren som kan tenkes å representere gjennomsnittet i markedet. Det betyr at markedsindeksene ikke nødvendigvis uttrykker det beste forholdet mellom avkastning og risiko for investorer med særtrekk som avviker betydelig fra gjennomsnittet, slik som stor størrelse og langsiktighet.

Rammen for avvik fra referanseindeksene fastsatt i mandatene fra Finansdepartementet skal sikre forvalterne et visst handlingsrom til å foreta løpende endringer i sammensetningen av investeringene i de to fondene. Endringer i sammensetningen av investeringene for å sikre en kostnadseffektiv tilpasning til referanseindeksene, en større spredning av investeringene enn referanseindeksene, utnyttelse av faktorstrategier og gode verdipapirvalg kan over tid bedre avkastnings- og risikoegenskapene i SPU og SPN. Slike løpende endringer i sammensetningen av investeringene krever spesialkompetanse, markedsnærhet og en evne til å ta tidskritiske beslutninger, og er derfor delegert til de to forvalterne.

I tråd med denne arbeidsdelingen benytter Finansdepartementet brutto meravkastning som mål for resultatene av Norges Banks og Folke-

trygdfondets forvaltning av henholdsvis SPU og SPN. Brutto meravkastning omfatter alle avvik fra referanseindeksene. Det betyr at resultatene av alle endringer i sammensetningen av investeringene i SPU og SPN sammenliknet med referanseindeksene, tilskrives de to forvalterne. Dette er i samsvar med formålet for forvaltningen, som er uttrykt i mandatene fra departementet.

7.3 Sammenhengen mellom brutto meravkastning og netto verdiskaping

For å vurdere verdien Norges Bank og Folke-trygdfondet tilfører henholdsvis SPU og SPN gjennom forvaltningen, må avkastningen av de to fondene sammenliknes med avkastningen som alternativt kunne vært oppnådd, etter kostnader. Avkastningen av referanseindeksene vil i utgangspunktet ikke kunne oppnås kostnadsfritt.

Kjøp og salg av verdipapirer for å investere i tråd med referanseindeksene, såkalt indeksforvaltning, medfører både forvaltnings- og transaksjonskostnader. I SPU og SPN vil deler av transaksjonskostnadene dessuten skyldes tilbakevekting av aksjeandelen til den strategiske vekten fastsatt av Finansdepartementet. For SPU har det også historisk påløpt kostnader ved å investere kapitalen som løpende er blitt overført til fondet. Også endringer i aktivafordelingen har historisk medført transaksjonskostnader i SPU og SPN. Transaksjons- og forvaltningskostnader inngår ikke i beregningen av avkastningen av referanseindeksene. I utgangspunktet vil indeksforvaltning derfor medføre en mindreavkastning sammenliknet med referanseindeksene.

Netto verdiskaping i forvaltningen er et mål på verdien forvalter tilfører kapitalen etter kostnader, og er definert som forskjellen mellom avkastningen av fondene fratrukket faktiske forvaltningskostnader og avkastningen som kunne vært oppnådd ved indeksforvaltning. Avkastningen av de to fondene, avkastningen av referanseindeksene og faktiske forvaltningskostnader har vært gjenstand for revisjon og kontroll. Historiske kostnader ved indeksforvaltning må derimot baseres på usikre anslag for kostnader ved aktiviteter som tilflyt av kapital, tilbakevektinger, endring av porteføljesammensetning og indekstilpasninger. I tillegg må en anslå historiske forvaltningskostnader ved indeksforvaltning.

Usikkerhet om størrelsen på disse kostnadene medfører også at den nøyaktige størrelsen på netto verdiskaping er usikker.

Som del av forvaltningen låner Norges Bank og Folketrygdfondet ut verdipapirer til andre investorer. De mottar en kompensasjon fra investorene for slike utlån. Verdipapirutlån innebærer risiko, herunder motpartsrisiko. Det er derfor behov for gode systemer for risikohåndtering og et solid juridisk rammeverk. Finansdepartementet har tidligere pekt på at det i noen grad er rimelig å betrakte inntekter fra verdipapirutlån som merinntekter fra forvaltningen, se fondsmeldingen for 2009. Slike inntekter regnes med i brutto meravkastning, men inngår ikke i avkastningen av referanseindeksene.

I forbindelse med gjennomgangen av forvaltningen av SPU og SPN omtalt i henholdsvis fondsmeldingen for 2013 og 2014, la både Folketrygdfondet og Norges Bank frem anslag for historiske kostnader ved indeksforvaltning.¹ Disse anslagene tyder på at sammenlikninger av bruttostørrelser (brutto meravkastning) og nettostørrelser (netto verdiskaping) gir om lag samme resultat. Dette skyldes at anslått historisk mindreavkastning ved indeksforvaltning om lag tilsvarende faktiske historiske forvaltningskostnader. Det er da sett bort fra meravkastning som skyldes inntekter fra verdipapirutlån i beregningene. Brutto meravkastning har derfor så langt vært ansett som et rimelig anslag på netto verdiskaping.

7.4 Risikojustering

Forvalter kan oppnå meravkastning sammenliknet med referanseindeksen på flere måter, for eksempel ved å ta mer risiko. I finansiellitteraturen er det vanlig å benytte modeller for å forklare historiske resultater der en skiller mellom avkastning forvalter oppnår gjennom å ta systematisk risiko og avkastning fra andre avvik. Sistnevnte er et anslag på risikojustert meravkastning, og betegnes «alfa». Formålet med slike risikojusteringer er i utgangspunktet å gi økt innsikt i hva som kan forklare meravkastningen sett i ettertid. Modellene forutsetter at eier selv kan ta økt systematisk risiko gjennom tilpasninger i referanseindeksen. Det finnes imidlertid ikke én modell eller ett sett av forutsetninger som gir et entydig svar på hvordan risiko har påvirket resultatene sett i ettertid. Det finnes heller ikke et enty-

¹ Analysene følger brev til Finansdepartementet fra Norges Bank 12. mars 2014 og fra Folketrygdfondet 10. mars 2015. Brevene er tilgjengelig på departementets nettsider. Norges Bank har i årsrapporteringen for 2015 oppdatert analysene.

dig svar på hvilke tilpasninger eier selv kan gjøre i referanseindeksen.

I henhold til kapitalverdimodellen er risikoen ved å investere i markedsporteføljen den eneste risikoen som kompenseres med forventet meravkastning utover en risikofri plassering av kapitalen. For risikojustering benyttes gjerne forvalters referanseindeks som en tilnærming til markedsporteføljen. Med en slik modell justeres forvalters avkastning for avkastningen som er oppnådd ved å ta mer eller mindre systematisk risiko enn referanseindeksen. Forvalter kan eksempelvis ta mer systematisk risiko ved å vri investeringene mot aktiva som forsterker svingninger i avkastningen av referanseindeksen. I kapitalverdimodellen kan eier av kapitalen selv øke eller redusere systematisk risiko gjennom henholdsvis lånefinansiering av investeringer i referanseindeksen og risikofrie plasseringer. En positiv alfa kan tolkes som at forvalter har oppnådd en avkastning som er høyere enn det som følger av kompensasjon for risikotakingen.

Forvalter kan også benytte såkalte faktorstrategier der investeringene systematisk vris mot aktiva med bestemte kjennetegn, som lav markedsverdi, relativt lav prising og lav omsettelighet. Høsting av faktorpremier har historisk bedret forholdet mellom avkastning og risiko for en investor som SPU. Samtidig kan strategiene medføre lange perioder med høyere eller lavere avkastning enn referanseindeksen, og slå klart negativt ut i perioder med markedsuro.

Selv om det i finanslitteraturen ikke er enighet om hvilke faktorer som er priset i kapitalmarkedene eller hvilken risiko faktorpremier kan tenkes å kompensere for, benyttes gjerne også modeller som justerer for høsting av faktorpremier. Med en slik modell justeres forvalters avkastning for avkastningen som er oppnådd ved å ta mer eller mindre systematisk risiko enn referanseindeksen og annen (antatt) systematisk risiko uttrykt ved et valgt antall faktorpremier. Faktorpremiene kan imidlertid rimelig betraktes mer som forklaringsvariabler heller enn kompensasjon for å bære systematisk risiko (Eckbo og Ødegaard, 2015).

Ulike modeller for risikojustering bygger på ulike forutsetninger og kan gi ulike resultater. Som Eckbo og Ødegaard (2015) påpeker, kan justeringer medføre positiv, null eller negativ alfa alt etter som hvilke faktorstrategier det justeres for og hvordan disse måles.

Alfa brukes som et mål på forvalters dyktighet innen verdipapirvalg, dyktighet i å utnytte tidsvariasjon i risikopremier og høsting av risikopremier som ikke inngår i risikojusteringen (Hsu,

Kalesnik og Wermers, 2011). Alfa er derfor et betinget anslag på risikojustert meravkastning – avhengig av hvilken risikomodell og hvilke data som benyttes. Usikkerhet forbundet med modellvalg, data og teoretisk grunnlag for ulike faktorpremier taler for å utvise varsomhet ved tolkning av anslag fra slike modeller. Å benytte alfa fra modeller som justerer for høsting av faktorpremier som et resultatmål for forvaltningen, kan samtidig være problematisk. Som Dahlquist, Polk, Priestley og Ødegaard (2015) påpeker, kan det argumenteres for at resultatene som oppnås ved å høste enkelte faktorpremier skal tilskrives forvalter og ikke justeres for.

Et viktig poeng er at ikke alle risikopremier kan høstes gjennom å gjøre tilpasninger i referanseindeksen. I fondsmeldingen for 2010 konkluderte departementet med at det er lite hensiktsmessig å legge økt vekt på faktorstrategier i forvaltningen av SPN. Det ble bl.a. pekt på at i det norske markedet er det vanskelig å identifisere et entydig sett av faktorer, og at faktorpremier ikke er tilstrekkelig stabile over tid. Slike forhold betyr at det er lite hensiktsmessig å forsøke å tilpasse referanseindeksen for SPN til å høste faktorpremier.

I fondsmeldingen for 2012 ble det lagt frem omfattende analyser av faktorstrategier for store globale aksjeporteføljer, som i SPU.² Det ble pekt på at det er krevende å identifisere de mest egnede tilpasningene, samt at disse vil kunne endres over tid. For et stort fond som SPU vil noen av strategiene medføre store transaksjonsvolumer og -kostnader og i liten grad være investerbare. Departementet understreket derfor at det er nødvendig å tilpasse strategiene til fondet. Det ble konkludert med at særtrekkene ved SPU gjør at fondet i utgangspunktet er godt egnet til å høste faktorpremier, men at strategiene ikke bør inngå i referanseindeksen fastsatt av departementet.

Modeller som søker å anslå risikotakingen til forvalter er samtidig nyttig for å undersøke hvordan risiko sett i ettertid kan ha påvirket resultatene. Finansdepartementet gjennomgår regelmessig forvaltningen av de to fondene, hvor risikotakingen til forvalterne er gjenstand for inngående analyser og evaluering. Analysene av risikotaking i siste gjennomgang av forvaltningen av SPN tyder ikke på at Folketrygdfondet tar mer systematisk risiko ved å vri investeringene mot aktiva som utviser større grad av samvariasjon

² Analysene ble utført av indeksleverandøren og konsulent-selskapet MSCI (2013).

med referanseindeksen.³ For SPU er resultatet av analysene ikke entydig.⁴ Analysene viser samtidig at høsting av faktorpremier synes å utgjøre en betydelig del av meravkastningen, spesielt i SPU. I mandatet for SPU § 3-5 annet ledd er det stilt krav om at: «[a]ksje- og obligasjonsforvaltningen skal søkes sammensatt på en slik måte at differanse-avkastningen er eksponert mot flere systematiske risikofaktorer.»

7.5 Oppsummering

Finansdepartementet benytter brutto meravkastning som et mål på resultatene av Norges Banks og Folketrygdfondets forvaltning av henholdsvis SPU og SPN. Resultatmålet tar utgangspunkt i arbeidsdelingen mellom departementet og de to forvalterne, og bygger på det revisorgodkjente regnskapet. Beregninger tyder også på at brutto meravkastning er et rimelig mål på netto verdiskaping i forvaltningen. Det skyldes at de faktiske historiske forvaltningskostnadene om lag tilsvarer anslått historisk mindreakstning ved indeksforvaltning. Det er da sett bort fra meravkastning som skyldes inntekter fra verdipapirutlån i beregningene.

Brutto meravkastning er ikke avhengig av modellforutsetninger eller anslåtte parametere. Finansdepartementet vektlegger at resultatmål bør være mest mulig entydige og enkle å forstå og kommunisere. Samtidig bør brutto meravkastning suppleres med analyser som justerer for avkastning forvalter eventuelt har oppnådd gjennom

³ Se vedlegg til brev 10. mars 2015 fra Folketrygdfondet til Finansdepartementet. Brevet er tilgjengelig på departementets nettsider.

⁴ Se rapporten fra ekspertgruppen Ang, Brandt og Denison (2014), vedlegg til brev 12. mars 2014 fra Norges Bank til Finansdepartementet tilgjengelig på departementets nettsider og Norges Banks årsrapportering for 2015.

systematisk risikotaking, og analyser som viser høsting av eventuelle faktorpremier.

Finansdepartementet fastsatte 1. februar 2016 nye krav til mer detaljert rapportering om resultater, risiko og kostnader i forvaltningen av SPU, se avsnitt 3.4. Det er bl.a. stilt krav om rapportering av risikojustert avkastning og sammensetningen av brutto meravkastning.

Selv om brutto meravkastning benyttes som hovedmål for de to forvalternes resultater, anvendes flere supplerende mål og analyser. Forvalterne rapporterer om risikotakingen i sine resultatrapporter. Finansdepartementet rapporterer supplerende mål i den årlige stortingsmeldingen om Statens pensjonsfond, og foretar regelmessige gjennomganger av forvaltningen av de to fondene hvor risikotakingen evalueres.

7.6 Referanser

- Ang A., Brandt M., Denison D. (2014). Review of the active management of the Norwegian Government Pension Fund Global. www.regjeringen.no/spf.
- Dahlquist, M., Polk, C., Priestley, R., Ødegaard, B. A. (2015). Norges Bank's expert group on principles for risk adjustment of performance figures – final report. www.norges-bank.no
- Eckbo, E., Ødegaard B. A. (2015). Metoder for evaluering av aktiv fondsforvaltning. *Praktisk økonomi & finans*, 31, 343-364.
- Hsu J., Kalesnik V., Wermers, R. (2011). Performance evaluation of active managers: An overview of current practice. *Investments and Wealth Monitor*, Januar/Februar, 37-40.
- MSCI (2013). Harvesting risk premia for large scale portfolios: Analysis of risk premia indices for the Ministry of Finance, Norway. www.regjeringen.no/spf.

8 SPU's referanseindeks for aksjer og obligasjoner

8.1 Bakgrunn

Finansdepartementet uttrykker investeringsstrategien for SPU gjennom en referanseindeks, risikoramme og øvrige bestemmelser i mandatet til Norges Bank. Referanseindeksen spiller en viktig rolle i forvaltningen av SPU. Den angir ønsket fordeling av kapitalen på tvers av aktivaklasser, geografi og valutaer, og består av separate referanseindekser for aksjer og obligasjoner, samt av eiendomsporteføljen.

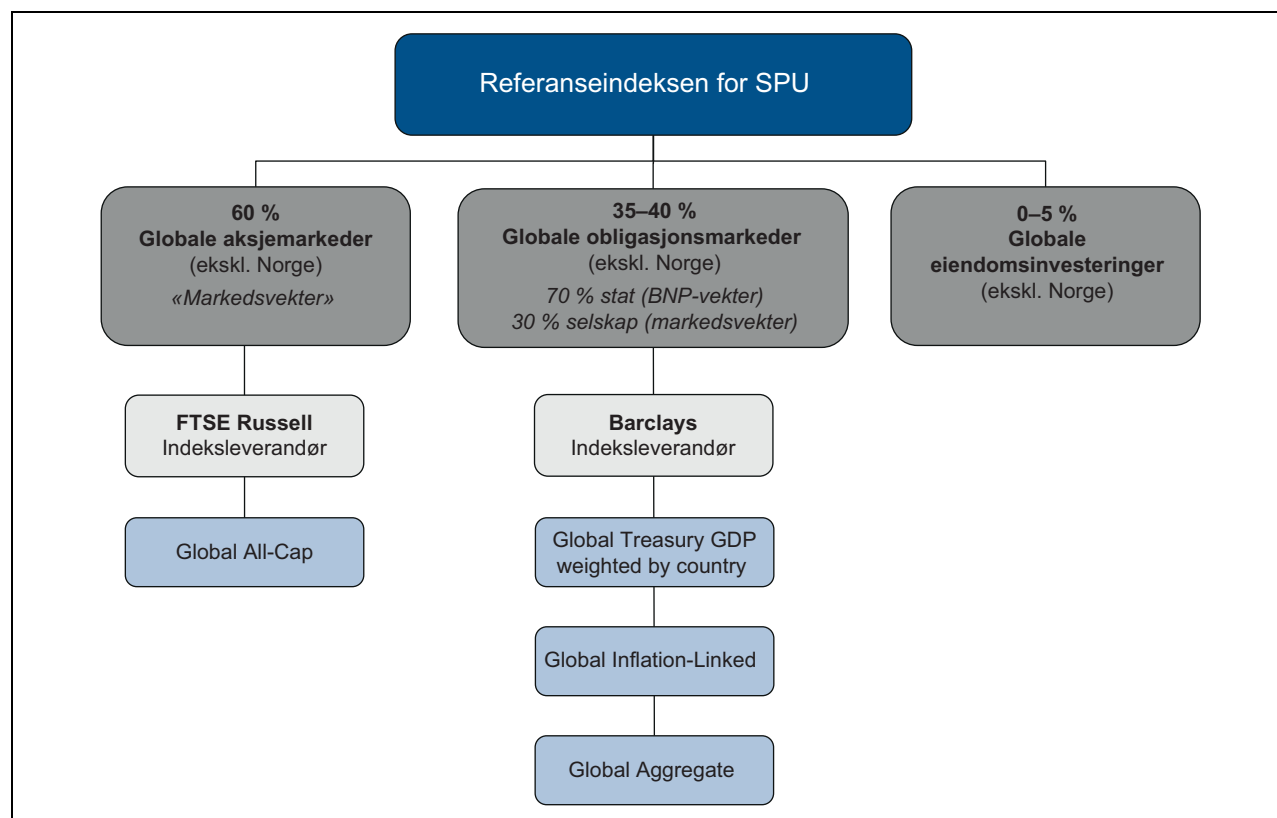
Den langsiktige strategien for SPU angir en fast fordeling til aksjer på 60 pst., inntil 5 pst. i eiendom, mens obligasjoner står for resten. Se figur 8.1. Denne fordelingen bestemmer i stor grad fondets samlede risiko.

I det følgende omtales de overordnede prinsippene som ligger til grunn for utforming av refe-

ranseindeksene for aksje- og obligasjonsporteføljen. Detaljerte regler for henholdsvis obligasjons- og aksjeindeksen er fastsatt i mandatet for forvaltningen av SPU § 3-2 og § 3-3.

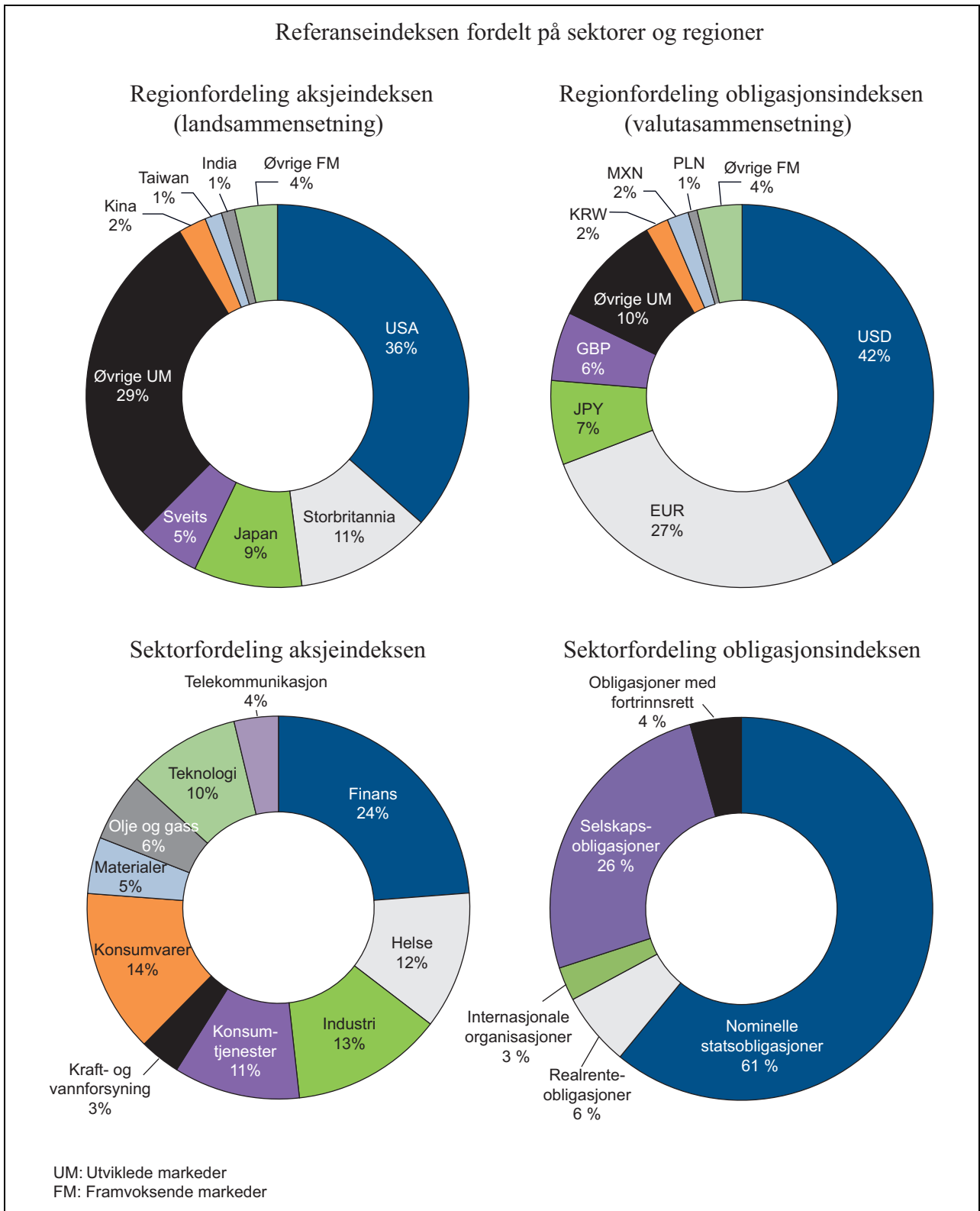
8.2 Brede markedsindekser

Investeringsstrategien for SPU bygger på en antakelse om at samlet risiko i fondet kan reduseres ved å spre investeringene på et stort antall verdipapirer, såkalt diversifisering. Referanseindeksene som er valgt for SPU's aksje- og obligasjonsinvesteringer er basert på brede, globale indekser og gjenspeiler i stor grad investeringsmulighetene i de globale aksje- og obligasjonsmarkedene. Referanseindeksene gir en entydig og detaljert beskrivelse av hvordan fondet i utgangspunktet skal være inves-



Figur 8.1 Referanseindeksen for SPU

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 8.2 Aksje- og obligasjonsindeksens fordeling på geografiske regioner og sektorer per 31. desember 2015

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

tert, fordelt på land, sektorer, valutaer, enkeltselskaper og obligasjonslån, se figur 8.2.

En bred markedsindeks avhenger samtidig av indeksleverandørenes kriterier for inkludering av

verdipapirer. Leverandørene velger bl.a. hvilke markeder og verdipapirer som skal inngå i indeksen. Indeksene konstrueres som regel med sikte på bred risikospredning. Samtidig skal indeksen

være investerbar. Verdipapirer med høy omsettelighet prioriteres derfor ved sammensetningen av slike indekser, for å sikre at brede grupper av investorer har mulighet til å investere i verdipapirene som inngår i indeksen til lave transaksjonskostnader.

Indeksleverandørene har delvis valgt ulike kriterier for hvilke verdipapirer som inkluderes i indeksene. Det medfører for eksempel at aksjeindekser for en region ikke nødvendigvis inneholder de samme aksjene med lik innbyrdes vektning. Videre kan det være ulikheter i hvilke land eller markeder som er representert i indeksene. Forskjellen i sammensetningen av globale indekser fra ulike indeksleverandører kan være betydelig, selv om indeksene har som mål å fange utviklingen i verdens aksjemarked. Finansdepartementet legger vekt på at fondets referanseindeks bygger på indeksprodukter utarbeidet av ledende og anerkjente indeksleverandører.

Ved å basere fondets referanseindeks på standardiserte produkter er beslutninger om markeds- og selskapsrepresentasjon i stor grad overlatt til den valgte indeksleverandøren. Forvaltningsmandatet inkluderer likevel en bestemmelse om at Norges Bank skal forhåndsgodkjenne alle markeder før midler kan investeres. Godkjenningskravet er uavhengig av om et marked inngår i referanseindeksen fra Finansdepartementet. Det innebærer at forvalter er forpliktet til å gjøre en selvstendig vurdering av hvilke markeder som gir tilfredsstillende sikkerhet for fondet.

8.3 Aksjeindeksen

Referanseindeksen for SPUs aksjeinvesteringer er basert på indeksen FTSE Global All Cap og inkluderer alle land som indeksleverandøren klassifiserer som utviklede eller framvoksende markeder, med unntak av Norge. Ved utgangen av 2015 inkluderte indeksen 24 utviklede markeder og 21 framvoksende markeder.¹

Indeksleverandøren klassifiserer aksjemarkedene som utviklede, framvoksende eller mindre utviklede etter kriterier som datakvalitet, valuta-restriksjoner, nasjonalinntekt per innbygger, antall aksjeselskaper, kvalitet i prising av verdipapirer, landets kredittvurdering og restriksjoner på utenlandsk eierskap. Effektivitet i oppgjørssystemer, markedenes likviditet og modenhet, samlet markeds kapitalisering og mulighet for

eierskapsstyring har også innvirkning på klassifiseringen.² Hvilke land som inngår i aksjeindeksen avhenger av indeksleverandørens vurderinger. Landsammensetningen i indeksen vil variere over tid, ved at enkelte markeder tas inn eller ut av indeksen.

En indeks hvor hvert enkelt selskap inngår med en vekt tilsvarende markedsverdien av aksjene i selskapet kalles en markedsvektet indeks. En markedsvektet indeks gjenspeiler de investeringsmulighetene som er tilgjengelige for en typisk investor og kan ses på som den porteføljen globale investorer holder i gjennomsnitt. Utviklingen i en markedsvektet indeks viser verdiutviklingen i det samlede aksjemarkedet, slik det er representert av indeksen. En sammensetning av investeringene basert på markedsvektede indekser innebærer at en følger markedets prising av aksjene. I en slik indeks blir den geografiske fordelingen bestemt av selskapenes markedsverdi og hvor de er børsnoterte.

FTSE Global All Cap-indeksen er basert på globale markedsvekter, men justeres for såkalt fri flyt. Fri flyt-justering innebærer at indeksvektene for enkeltelskaper justeres for eierandelene til store langsiktige eiere og ved krysseierskap. Justeringen medfører lavere eierandeler i selskaper med stort innslag av langsiktige eiere. Argumentet for en slik justering er at disse eierandelene ikke er fritt omsettelige. De justerte vektene er et bedre mål på investeringsmulighetene for internasjonale finansielle investorer og legger til rette for lave transaksjonskostnader.

Justering av indeksvekter for fri flyt har også betydning for den geografiske fordelingen i slike indekser. I framvoksende markeder er en vesentlig andel av aksjene i noterte selskaper ikke fritt omsettelige. Disse markedene får derfor en lavere vekt i en markedsvektet indeks justert for fri flyt, sammenliknet med en indeks basert på full markeds kapitalisering.

En geografisk fordeling i samsvar med markedsvekter er et naturlig utgangspunkt for sammensetningen av fondets aksjeindeks. Et slikt utgangspunkt innebærer samtidig at land hvor aksjemarkedet i stor grad er notert, og hvor markedsverdien er høy, får høy vekt i indeksen. Hvor store deler av kapitalmarkedet som er notert, varierer mellom land, regioner og type marked. Rene markedsvekter (fri flyt-justert) vil etter departementets syn innebære en uønsket høy konsentrasjon av investeringene i det amerikanske aksje-

¹ Belgia og Luxembourg er av FTSE klassifisert som ett aksjemarked. Antall enkeltland er således 46.

² FTSE Russell Country Classification Process (September 2015).

markedet, se fondsmeldingen for 2011. Referanseindeksen for aksjeinvesteringene er supplert med justeringsfaktorer på land og markeder, for å gi en jevnere geografisk fordeling.

8.4 Obligasjonsindeksen

Formålet med obligasjonsinvesteringene er å redusere svingningene i samlet fondsavkastning, bidra med likviditet og gi eksponering mot risikofaktorer som rente- og kredittrisiko. Sammensetningen av SPUs referanseindeks for obligasjoner er basert på vurderinger av avkastnings- og risikoegenskapene i ulike deler av obligasjonsmarkedet, i tråd med formålet med obligasjonsinvesteringene.

Mens fondets referanseindeks for aksjer representerer det globale noterte aksjemarkedet på en bred måte, dekker indeksen for obligasjoner en mer begrenset del av investeringsmulighetene i gjeldsinstrumenter. Utformingen av departementets obligasjonsindeks er en avveining mellom ønsket om en enkel, transparent og etterprøvable indeks og hensynet til bred risikospredning og god representasjon av investeringsmulighetene i det globale obligasjonsmarkedet. Enkelte delsegmenter er tatt ut relativt til brede markedsindekser, bl.a. ut fra vurderinger av markedsstruktur, konsentrasjonsrisiko og hvorvidt delmarkedet er egnet for passiv forvaltning, se fondsmeldingen for 2011.

Referanseindeksen for obligasjoner er basert på de valutaer og enkeltverdipapirer som inngår i utvalgte delindekser levert av Barclays. For å inngå i Barclays brede indeks for obligasjoner i lokal valuta, må obligasjonene ha høy kredittvurdering, såkalt «investment grade». Obligasjonene og de lokale valutamarkedene må også være tilstrekkelig likvide og investerbare. Videre må det eksistere et likvid valutamarked hvor internasjonale investorer kan sikre seg mot framtidige kursvingninger i den lokale valutaen.

Referanseindeksen for obligasjoner består av 70 pst. statsobligasjoner, realrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner (statsdel). De resterende 30 pst. består av selskapsobligasjoner (selskapsdel). Fordelingen mellom de to delindeksene ligger fast, med full månedlig tilbakevekting til de valgte andelene.

Statsdelens rolle er særlig å dempe svingningene i fondets samlede avkastning. Sammensetningen av statsobligasjonsindeksen tar utgangspunkt i de valutaer som til enhver tid inngår i Barclays brede indeks³ for nominelle statsobliga-

sjoner utstedt i lokal valuta, med unntak av norske kroner. Dersom indeksleverandøren endrer utvalget av valutaer i de underliggende indeksene, vil referanseindeksen for SPUs investeringer i obligasjoner endres tilsvarende. Statsdelen består av nominelle statsobligasjoner utstedt i for tiden 23 valutaer, hvorav 11 er valutaer fra framvoksende markeder. I tillegg inngår realrenteobligasjoner utstedt i valutaer tilhørende utviklede økonomier samt obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner som Verdensbanken i statsdelen.⁴

Markedsvekter kan være et mindre egnet utgangspunkt for investeringer i statsobligasjoner enn for aksjer og selskapsobligasjoner. Det samlede tilbudet av statsobligasjoner påvirkes i betydelig grad av lånebehovet til enkeltstater. Markedsvekter innebærer en høy og økende eksponering mot land med høy og voksende gjeld, og sikrer ikke nødvendigvis god risikospredning.

SPUs delindeks for statsobligasjoner er vektet ut fra størrelsen på landenes økonomi målt ved brutto nasjonalprodukt (BNP). BNP-vekter innebærer at indekseksponeringen mot land med høy statsgjeld relativt til økonomiens størrelse vil bli lavere sammenliknet med en markedsvektet indeks, og motsatt. Fordelingen på ulike regioner og enkeltland vil avhenge av utviklingen i BNP og hvilke markeder som tas inn i eller ut av indeksen. Innenfor hvert land vektet delsegmentene og enkeltobligasjoner i henhold til markedsvekter. Bruk av markedsvekter gir lik eierandel i alle obligasjonslån innenfor samme land.

Enkelte land har høyt BNP sammenliknet med størrelsen på markedet for statsobligasjoner. Av hensyn til investerbarhet er enkelte landvekter i statsdelen derfor supplert med justeringsfaktorer. Krav til investerbarhet er særlig viktig gitt fondets størrelse.

Mandatet inneholder videre et krav om at Norges Bank ved sammensetningen av faktisk portefølje skal ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke. Et slikt krav er ment å tydeliggjøre at et av formålene med fondets investeringer i statsobligasjoner er å dempe svingningene i fondets samlede avkastning over tid.

Referanseindeksen for *selskapsdelen* inneholder obligasjoner med fortrinnsrett og selskapsobligasjoner.⁵ Obligasjoner utstedt av selskaper

³ Utvalg av verdipapirer i henhold til Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country Index.

⁴ Utvalg av verdipapirer i henhold til Barclays Global Inflation Linked Index og delsegmentet «Supranational» i Barclays Global Aggregate Index. Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner tilordnes land i henhold til verdipapirets valutadenominering.

antas i større grad enn statsobligasjoner å bidra til økt forventet avkastning, bl.a. som følge av en forventet kompensasjon for obligasjonenes kreditt-risiko – såkalt kredittpremie. Sammensetningen av selskapsdelen i obligasjonsindeksen tar utgangspunkt i markedsvekter. Indeksen har sju godkjente valutaer fra utviklede markeder i Europa og Nord-Amerika.⁶

Finansdepartementet

t i l r å r :

Tilråding fra Finansdepartementet 5. april 2016 om Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2015 blir sendt Stortinget.

⁵ Utvalg av verdipapirer tar utgangspunkt i delsegmentene «Covered Bonds» og «Corporates» i Barclays Global Aggregate.

⁶ USD, CAD, EUR, GBP, SEK, DKK, CHF.

Vedlegg 1

Ord og uttrykk

Aktivaallokering

Med aktivaallokering menes fordelingen av kapital under forvaltning på ulike aktivaklasser. En skiller mellom strategisk og taktisk aktivaallokering. Kapitaleier bestemmer den strategiske aktivaallokeringen som et uttrykk for eiers grunnleggende risikotoleranse og forventninger om avkastning. I SPU kommer dette til uttrykk gjennom sammensetningen av referanseindeksen. Forvalter kan i den grad et investeringsmandat åpner for det, drive taktisk aktivaallokering. Dette innebærer at forvalter velger å avvike fra den strategiske aktivaallokeringen ut fra vurderinger av hvorvidt en aktivaklasse på kort sikt er over- eller underpriset i forhold til en annen. Se *aktivaklasser*.

Aktivaklasser

Aktivaklasser er ulike typer eller klasser av finansielle eiendeler med ulike avkastnings- og risikoegenskaper. I referanseindeksen for SPU inngår for tiden tre aktivaklasser: aksjer, obligasjoner og eiendom. I SPN inngår to aktivaklasser: aksjer og obligasjoner. Se *obligasjon*.

Aktiv forvaltning

Aktiv forvaltning betyr at forvalter ut fra analyser og vurderinger setter sammen en portefølje som avviker fra referanseindeksen fastsatt av kapitaleier. I en slik portefølje vil noen verdipapirer være overvektet, og andre undervektet, sammenliknet med referanseindeksen. Porteføljen kan også inneholde verdipapirer som ikke inngår i indeksen. Målet med slike avvik er å oppnå en meravkastning eller et bedre forhold mellom avkastning og risiko enn referanseindeksen. I SPN og SPU er avviket fra referanseindeksen først og fremst regulert gjennom en ramme for forventet relativ volatilitet. Se *meravkastning*, *faktisk referanseindeks*, *indeksforvaltning*, *strategisk referanseindeks* og *relativ volatilitet*.

Aritmetisk avkastning

Aritmetisk avkastning er et mål for gjennomsnittlig avkastning over flere tidsperioder. Den bereg-

nes ved å summere avkastningen i de ulike tidsperiodene og dele på antall tidsperioder. Se *avkastning* og *geometrisk avkastning*.

Avkastning

Historisk avkastning beregnes som endring i markedsverdi fra et gitt tidspunkt til et annet. Kontantstrømmer utbetalt i perioden, som aksjeutbytte og kuponger, inngår ved beregning av avkastningen. Se *aritmetisk* og *geometrisk avkastning*, *meravkastning* og *forventet avkastning*.

Differanseavkastning

Se meravkastning.

Diversifisering

Risikoen i en portefølje kan normalt reduseres ved å inkludere flere aktiva i porteføljen. Da påvirkes verdien av porteføljen mindre av svingningene i for eksempel en enkelt aksje, bransje eller marked. Dette kalles risikospredning eller diversifisering. Diversifisering er bakgrunnen for at fondets referanseindeks er spredt på flere aktivaklasser og et bredt utvalg av land, sektorer og selskaper. Diversifisering kan bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Se *aktivaklasser*.

Durasjon

Durasjon er et mål på hvor lang tid det er, i gjennomsnitt, til kontantstrømmene fra en obligasjon kommer til utbetaling. Med kontantstrømmer menes både kuponger og hovedstol. Verdien av en obligasjon er følsom for renteendringer, og følsomheten øker med durasjonen. Se *obligasjon*.

Eksternalitet

Eksternaliteter (eller eksterne virkninger) er kostnader eller gevinster ved produksjon eller konsum som ikke belastes beslutningstakeren. Et eksempel på en negativ eksternalitet er miljøkostnader som påføres samfunnet, men ikke bedriften som står for skaden. Uten myndighetsregulering

vil ikke lønnsomheten i et selskap reflektere den negative eksternaliteten i produksjonen. Ved en negativ eksternalitet er den samfunnsøkonomiske kostnaden høyere enn de bedriftsøkonomiske kostnadene. Det motsatte er tilfellet ved en positiv eksternalitet. Slik markedssvikt leder til ineffektiv bruk av ressurser sammenliknet med tilfeller der bedriften betaler den fulle samfunnsøkonomiske kostnaden. Myndighetsregulering kan bidra til å prise eksternaliteten slik at ressursene kan brukes effektivt for samfunnet, for eksempel med en skatt på miljøskade.

Faktisk portefølje

Faktisk portefølje betegner de samlede investeringene som fondet består av. Faktisk portefølje vil normalt avvike fra referanseindeksen (aktiv forvaltning). Se *aktiv forvaltning, faktisk referanseindeks* og *strategisk referanseindeks*.

Faktisk referanseindeks

Den faktiske referanseindeksen for SPU og SPN tar utgangspunkt i den strategiske referanseindeksen. Den strategiske referanseindeksen angir fordelingen på aktivaklasser og inneholder et gitt antall verdipapirer, som er bestemt av de kriterier indeksleverandøren legger til grunn for inkludering i indeksen. Aktivaklassene vil imidlertid ha ulik verdiutvikling over tid, noe som medfører at den faktiske referanseindeksens fordeling på aktivaklasser beveger seg bort fra de strategiske vektene. For å unngå at avviket fra de strategiske vektene over tid blir for stort, har departementet fastsatt regler for tilbakevektning av andelen aksjer i den faktiske referanseindeksen. Se *strategisk referanseindeks og tilbakevektning*.

Innenfor fastsatte rammer for forvaltningen kan sammensetningen av faktisk portefølje avvike fra det som følger av den faktiske referanseindeksen. Ettersom rammen for avvik er begrenset, vil fondets avkastning og risiko i stor grad være bestemt av den faktiske referanseindeksen. Den faktiske referanseindeksen er utgangspunktet for måling av meravkastning og risiko i forvaltningen. Se *aktiv forvaltning, meravkastning og faktisk portefølje*.

Faktorer

Faktorer påvirker avkastningen i et bredt sett av investeringer. Investorer vil normalt kreve en forventet avkastning ut over risikofri rente for å være eksponert mot faktorer som er systematiske, slik

at risikoen ved faktorene ikke kan reduseres gjennom diversifisering. Dette kalles faktorpremier. Noen kjente systematiske faktorer i aksjemarkedet er markedsrisiko, størrelse, verdi, momentum, likviditet og volatilitet. Viktige systematiske faktorer i obligasjonsmarkedet er løpetid, kreditt og likviditet, med tilhørende faktorpremier. Se *diversifisering og systematisk risiko*.

Finansiell eier

Begrepet finansiell eier brukes om investorer som først og fremst har et finansielt formål med investeringer i verdipapirer. For å spre risiko vil en finansiell eier ofte foretrekke å være en liten eier i mange selskaper, snarere enn en stor eier i få selskaper. Se *strategisk eier*.

Forventet avkastning

Forventet avkastning er et statistisk mål på middelverdien i fordelingen over alle mulige avkastningsutfall, og er lik gjennomsnittlig avkastning av en investering hvis denne ble gjentatt mange ganger. Hvis det ved en investering er 50 pst. sannsynlighet for 20 pst. verdistigning, 25 pst. sannsynlighet for 10 pst. verdistigning, og 25 pst. sannsynlighet for 10 pst. verdireduksjon, er den forventede avkastningen $(0,5 \times 0,2) + (0,25 \times 0,1) + (0,25 \times -0,1) = 10$ pst. Forventet avkastning kan beregnes ved hjelp av historiske avkastningsserier, eller basert på framoverskuende modellsimuleringer. Se *avkastning*.

Framvoksende markeder

Framvoksende markeder er en betegnelse på land der økonomien er mindre utviklet enn i de tradisjonelle industrilandene. Det er ingen entydige kriterier som definerer om et marked er framvoksende, og det finnes ulike praksiser for klassifisering av land. Ved investeringer i noterte aksjemarkeder er det vanlig å benytte klassifiseringene til indeksleverandører som FTSE. FTSE klassifiserer framvoksende markeder bl.a. basert på bruttonasjonalinntekt per innbygger. Siden indekser er utgangspunkt for finansielle investeringer tas det også hensyn til egenskaper ved finansmarkedet, som størrelse, omsettelighet og regulering.

Fundamental analyse

Fundamental analyse har primært som formål å kartlegge faktorene som påvirker et aktivas framtidige (forventede) kontantstrøm. I en fundamental

analyse av et aksjeselskap vil vurderinger av selskaps inntekter, kostnader og investeringer stå sentralt. Fundamental analyse brukes bl.a. til verdsettelse av selskaper. En strategi for en aktiv forvalter vil ofte være å kjøpe aksjer som vurderes som lavt verdsatt i aksjemarkedet i forhold til selskapets anslåtte fundamentale verdi. Investor forventer da at selskapets fundamentale verdi over tid vil bli gjen speilet i aksjekursen. Se *aktiv forvaltning*.

Geometrisk avkastning

Geometrisk avkastning (eller tidsvektet avkastning) er et mål for gjennomsnittlig avkastning over flere tidsperioder. Målet angir den gjennomsnittlige vekstraten til en investering i hver periode. Jo større variasjon det er i den årlige avkastningen, jo større blir forskjellen mellom geometrisk og aritmetisk beregnet avkastning. I kvartals- og årsrapporter er det mest vanlig å rapportere avkastning over tid som et geometrisk gjennomsnitt. Se *aritmetisk avkastning*.

Indeks

En indeks inneholder et sett med verdipapirer som er valgt ut på bakgrunn av kriterier som indeksleverandøren har lagt til grunn. Indeksavkastning er den gjennomsnittlige avkastningen for de verdipapirene som inngår i indeksen. Verdipapirindekser utarbeides av børser, konsulentelskaper, aviser og investeringsbanker. De kan for eksempel være basert på land, regioner, markeder eller sektorer. Hvis det er mulig å investere en portefølje i tråd med sammensetningen av indeksen, kalles indeksen investerbar. Dette vil typisk være tilfellet for svært likvide verdipapirer som børsnoterte aksjer. Derimot vil en indeks over utviklingen i unotert eiendom ikke være investerbar. Når en indeks brukes som avkastningsmål for en bestemt portefølje med verdipapirer, kalles den en referanseindeks. Se *indeksforvaltning, faktisk referanseindeks og strategisk referanseindeks*.

Indeksforvaltning

Med indeksforvaltning (eller passiv forvaltning) menes at forvaltningen er innrettet mot at den faktiske porteføljen skal gjenspeile sammensetningen av referanseindeksen. Dersom sammensetningen av den faktiske porteføljen er eksakt lik sammensetningen av referanseindeksen, vil avkastningen av faktisk portefølje og referanseindeksen være lik, sett bort fra transaksjonskostnader, skatt og forvaltningskostnader. Dersom refe-

ranseindeksen omfatter mesteparten av de omsatte verdipapirene i markedet, vil man ved indeksforvaltning oppnå en avkastning som gjen speiler avkastningen i markedet samlet. Kostnadene ved indeksforvaltning er normalt lave. Se *indeks, faktisk og strategisk referanseindeks*.

Inflasjon

Inflasjon er en økning i det generelle prisnivået.

Inflasjonsrisiko

Inflasjonsrisiko er risiko for tap av kjøpekraft som følge av uventet høy inflasjon. Se *inflasjon*.

Institusjonell investor

Institusjonelle investorer er organisasjoner som har som formål å drive investeringsvirksomhet, gjerne på vegne av klienter. Institusjonelle investorer vil typisk forvalte store porteføljer fordelt på flere aktivaklasser og geografiske markeder. Eksempler på institusjonelle investorer er pensjonsfond, forsikringsselskaper, verdipapirfond og statlige investeringsfond. Banker og hedgefond kan også regnes som institusjonelle investorer.

Internasjonal kjøpekraftsparitet

En teori som tilsier at valutakurser over tid bestemmes av mengden varer og tjenester som kan kjøpes for den enkelte valuta. Valutakursene vil trekkes mot et nivå som gjør at prisene på varer og tjenester konvergerer når de måles i felles valuta. En ser her bort fra transportkostnader, handelshindringer og at ikke alle varer kan handles internasjonalt. Det er bred støtte blant forskere for synet om at internasjonal kjøpekraftsparitet er gyldig på lang sikt. Kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle ved vurdering av valutarisiko. Se *valutarisiko*.

Investerbarhet

Med investerbarhet menes i hvilken grad en investeringsidé eller -regel kan gjennomføres i praktisk kapitalforvaltning. Kan være forskjellig for små og store fond.

Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en likevektsmodell for prising av verdipapirer (eller en portefølje av verdi-

papirer) med usikker framtidig avkastning. I modellen er det en lineær sammenheng mellom forventet avkastning ut over risikofri rente og verdipapirets (eller porteføljens) følsomhet for markedsrisiko.

Konsentrasjonsrisiko

Dersom investeringer eller utlån blir konsentrert om enkelte selskap, bransjer eller markeder vil porteføljen bli sårbar for hendelser som særlig rammer disse plasseringene. Konsentrasjonsrisikoen kan reduseres ved bred spredning av investeringer eller utlån. Se *diversifisering*.

Korrelasjon

Korrelasjon angir graden av og retningen på samvariasjonen mellom to variable. Dersom korrelasjonen er perfekt positiv, dvs. lik én, betyr det at variablene alltid beveger seg helt i takt. Dersom korrelasjonen er null, betyr det at det ikke er noen form for samvariasjon. Perfekt negativ korrelasjon betyr at variablene alltid beveger seg i helt motsatt takt. Med mindre det er perfekt positiv korrelasjon mellom avkastningen på enkeltinvesteringer, vil en kunne redusere risikoen i en portefølje ved å spre investeringene på flere aktiva. Se *diversifisering*.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for tap som følge av at en utsteder av et verdipapir eller en motpart i en verdipapirhandel ikke oppfylder sine forpliktelser, for eksempel som følge av konkurs. Se *motpartsrisiko*.

Kupong

Renten som betales ut til obligasjonseierne i perioden fra utstedelse til forfall. Obligasjoner kan utstedes med og uten kupong.

Likviditetspremie

Et likvid verdipapir kan omsettes relativt raskt og til en relativt forutsigbar pris. Likviditetspremie er en forventet kompensasjon for å investere i verdipapirer som ikke er likvide. I praksis er likviditetspremier vanskelige å definere og måle. Se *risikopremier*.

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 oppnå meravkastning ved fundamental analyse. Se *aktiv forvaltning og fundamental analyse*.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risikoen for at verdien på en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av brede bevegelser i markedspriser på aksjer, valutaer, råvarer og renter. Det er vanlig å legge til grunn at høyere markedsrisiko gir høyere forventet avkastning over tid. Se *forventet avkastning*.

Markedsverdivekter

En portefølje eller indeks er markedsverdivektet når investeringene i hvert enkelt verdipapir eller aktivum inngår med en vekt lik verdipapirets andel av samlet markedsverdi. Se *indeks*.

Meravkastning

Bidraget fra den aktive forvaltningen til avkastningen på de investerte midlene kalles meravkastning, og måles som forskjellen mellom avkastningen i faktisk portefølje og i referanseindeksen. Dette kalles også differanseavkastning, eller mindreavkastning når den faktiske porteføljen har lavere avkastning enn referanseindeksen. For å vurdere resultatene av aktiv forvaltning ser en også her til risiko og forvaltningskostnader.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risikoen for tap som følge av at en kontraktsmotpart ikke oppfylder sine juridiske forpliktelser. Se *kredittrisiko*.

Nominell avkastning

Oppnådd avkastning målt i løpende priser, dvs. uten justering for prisstigning (inflasjon). Se *avkastning, inflasjon og realavkastning*.

Obligasjon

En obligasjon er et omsettelig lån med løpetid på mer enn ett år. Obligasjoner innfris av utsteder (låntaker) ved forfall, og i perioden fra utstedelse til forfall betaler utsteder rente til eierne av obligasjonene (såkalt kupong). De fleste obligasjoner er basert på en fast nominell rente, dvs. at kupongen

er et beløp som er bestemt på forhånd. Ved en reduksjon i det generelle rentenivået vil prisen på en obligasjon med fast rente stige, og den vil synke ved en økning i det generelle rentenivået. Obligasjoner finnes i flere varianter, bl.a. med flytende rente, uten kupong eller med løpende nedbetaling.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er risikoen for økonomiske tap eller tap av omdømme som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil, eller andre tap som skyldes forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Operasjonell risiko gir ingen risikopremie. I styringen av operasjonell risiko må en vurdere gevinsten ved tiltak som reduserer sannsynligheten for slike feil opp mot kostnadene som påløper som følge av økt kontroll, overvåking mv.

Passiv forvaltning

Se *indeksforvaltning*.

Portefølje

En sammensetning av ulike verdipapirer og aktivaklasser som holdes av samme investor. Se *diversifisering*.

Prinsipal-agent-problem

Prinsipal-agent-problemer beskriver situasjoner der det ikke er fullt interessesammenfall mellom oppdragsgiver (prinsipalen) og den som utfører oppdraget (agenten). I tilfeller der prinsipalen og agenten har ulik informasjon, kan agenten foreta valg som ikke nødvendigvis er i prinsipalens interesse. I kapitalmarkedene vil slike situasjoner generelt kunne oppstå både mellom en eier og en forvalter av kapital, og mellom kapitalforvalter og ledelsen i selskapene en investerer i.

Realavkastning

Realavkastning er oppnådd nominell avkastning justert for prisstigning (inflasjon). Dette kan også betegnes som avkastning målt i faste priser eller i kjøpekraft. Se *inflasjon* og *nominell avkastning*.

Relativ avkastning

Se *meravkastning*.

Relativ volatilitet

Kapitaleier vil normalt sette rammer for hvor stor risiko forvalter kan ta. En vanlig framgangsmåte er å fastsette en referanseindeks sammen med grenser for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseindeksen. Finansdepartementet har i mandatene til Norges Bank og Folketrygdfondet fastsatt en grense i form av mål for forventet relativ volatilitet, som er det forventede standardavviket til forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen. Over tid, og under gitte statistiske forutsetninger, innebærer dette at om hele rammen utnyttes, vil faktisk avkastning i to av tre år avvike fra avkastningen av faktisk referanseindeks med mindre enn den fastsatte grensen, uttrykt i prosentenheter. Se *aktiv forvaltning*, *meravkastning*, *faktisk portefølje*, *faktisk referanseindeks* og *standardavvik*.

Risiko

Risiko er et mål som sier noe om sannsynligheten for at en hendelse skal inntreffe og konsekvensen av hendelsen, for eksempel i form av tap eller gevinst. Risiko har ulike dimensjoner. En viktig dimensjon er skillet mellom risiko som kan tallfestes og risiko som vanskelig lar seg tallfeste. 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 vanlig måte å tallfeste risiko på. Se *markedsrisiko*, *operasjonell risiko*, *kredittrisiko*, *systematisk risiko* og *standardavvik*.

Risikopremie

Investorer vil normalt kreve en forventet avkastning ut over risikofri rente for å bære risiko som ikke kan fjernes ved diversifisering, dvs. for eksponering mot systematiske risikofaktorer. Denne meravkastningen kalles risikopremie. Se *diversifisering* og *faktorer*.

Samvariasjon

Se *korrelasjon*.

Sannsynlighetsfordeling

En sannsynlighetsfordeling beskriver mulige verdier som en usikker (stokastisk) variabel kan ta og hvor relativt hyppig hver av verdiene inntref-

fer. Den mest kjente sannsynlighetsfordelingen er normalfordelingen, som er symmetrisk om middelverdien (forventningsverdien). Fordelinger som ikke er symmetriske kalles ofte skjevfordelte. Fordelinger der ekstremutfall (store eller små) er mer sannsynlige enn i normalfordelingen kalles fordelinger med «fete» eller «tunge» haler.

Standardavvik

Standardavvik benyttes ofte for å måle risikoen i en portefølje. Det viser hvor mye verdien av en variabel (her porteføljens avkastning) ventes å svinge rundt sin gjennomsnittsverdi. Dersom det ikke er noen variasjon er standardavviket lik 0. Jo høyere standardavvik, desto større er forventede svingninger (volatilitet) eller risiko i forhold til gjennomsnittsavkastningen. Ved å koble standardavviket til en sannsynlighetsfordeling, kan en si noe om hvor sannsynlig det er at porteføljen vil falle i verdi med mer enn x prosent eller stige i verdi med mer enn y prosent i løpet av en gitt periode.

Dersom avkastningen er normalfordelt vil den i om lag to av tre tilfeller være under ett standardavvik fra gjennomsnittlig avkastning. I 95 pst. av tilfellene vil avkastningen ligge innenfor to standardavvik. Empiriske undersøkelser av avkastningen i verdipapirmarkedene indikerer at svært lav og svært høy avkastning forekommer oftere enn normalfordelingen skulle tilsi. Dette omtales som «fete haler» eller «halerisiko». Se *sannsynlighetsfordeling og risiko*.

Strategisk eier

Begrepet strategisk eier brukes om investorer som, i motsetning til finansielle eiere, aktivt søker å utnytte eierskapet til formål ut over det finansielle, for eksempel en gitt atferdsendring. For en strategisk eier er det viktig å få innflytelse over selskapet, gjerne gjennom en stor eierandel og en plass i selskapets styre. Går også under betegnelsen industriell eier. Se *finansiell eier*.

Strategisk referanseindeks

Den overordnede investeringsstrategien for Statens pensjonsfond uttrykkes gjennom strategiske referanseindekser for SPN og SPU. De strategiske referanseindeksene angir en fast fordeling av kapitalen mellom ulike aktivaklasser, og for SPN også en fast fordeling på regioner. De strategiske referanseindeksene er en detaljert beskrivelse av aktivaallokeringen og fastsettes av

Finansdepartementet i mandatene for SPN og SPU. Se *aktivaallokering, aktivaklasser og faktisk referanseindeks*.

Systematisk risiko

Systematisk risiko er den delen av risikoen til et verdipapir eller portefølje som ikke kan diversifiseres bort ved å eie flere verdipapirer. Investorer kan ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, manglende tilgang på kreditt og likviditet og markedskollaps mv. Den systematiske risikoen reflekterer således økonomiens iboende usikkerhet. Ifølge finansteori vil høyere systematisk risiko kompenseres i form av høyere forventet avkastning over tid. Se *diversifisering og risikofaktorer*.

Tilbakevekting

Departementet har fastsatt strategiske referanseindekser for SPU og SPN med en fast aksjeandel, og for SPN også en fast fordeling på regioner. Ettersom avkastningen utvikler seg forskjellig i hver aktivaklasse og region, vil aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen over tid bevege seg bort fra den strategiske andelen. Fondets faktiske referanseindeks tillates derfor å avvike noe fra den strategiske sammensetningen, og det er gitt regler for tilbakevekting av denne indeksen. Når avvikene blir tilstrekkelig store, kjøpes og selges de nødvendige aktiva for å bringe faktisk referanseindeks i overensstemmelse med strategisk referanseindeks. Tilbakevekting trekker risikoen i fondet tilbake til nivået som følger av den strategiske referanseindeksen. Det gir også investeringsstrategien et visst motsyklisk trekk, ved at en over tid kjøper den aktivaklassen som har falt mye i relativ verdi og selger aktivaklassen som har steget relativt mye. Se *faktisk og strategisk referanseindeks*.

Unoterte investeringer

Unoterte investeringer er investeringer i aktiva som ikke handles på åpne og regulerte markedsplasser.

Valutakurv

SPU plasseres utelukkende i utenlandske verdipapirer, og dermed kun i papirer som omsettes i andre valutaer enn norske kroner. Avkastningen av SPU i norske kroner vil dermed variere med valutaendringer mellom norske kroner og de valutaer fondet er investert i. For fondets internasjonale

nale kjøpekraft er imidlertid kronkursen ikke relevant. Avkastningen i fondet måles derfor i internasjonal valuta. Dette gjøres med utgangspunkt i fondets valutakurv, som er en sammenvekting av de valutaer som inngår i referanseporteføljen.

Valutarisiko

Investeringene vil kunne ha en annen fordeling på land og valutaer enn de varene og tjenestene de

skal finansiere. Endringer i internasjonale valutakurser vil derfor påvirke hvor mange varer og tjenester som kan kjøpes. Dette kalles (real-)valutarisiko. Internasjonal kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle når det gjelder å måle slik valutarisiko. Se *internasjonal kjøpekraftsparitet*.

Volatilitet

Variasjon i avkastning. Måles i standardavvik. Se *standardavvik*.

Vedlegg 2**Historiske tabeller**

Tabell 2.1 Avkastning av SPU i 2015, siste 3, 5, og 10 år, samt i perioden 1998–2015, målt i norske kroner. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2015	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2015
<i>SPU inkl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	15,54	21,55	13,57	7,80	6,96
Norsk inflasjon ¹	2,12	2,09	1,65	1,96	2,00
Forvaltningskostnader	0,06	0,06	0,06	0,09	0,09
Avkastning justert for kostnader og inflasjon	13,09	19,01	11,66	5,64	4,78
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	15,30	21,46	13,52	7,78	6,95
Referanseindeks	14,80	21,22	13,38	7,72	6,69
Meravkastning (prosentenheter)	0,51	0,24	0,15	0,06	0,27
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	16,77	25,63	15,22	8,02	6,83
Referanseindeks	15,84	25,18	15,00	7,80	6,36
Meravkastning (prosentenheter)	0,94	0,45	0,23	0,23	0,48
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	12,83	14,58	10,33	6,56	6,18
Referanseindeks	13,10	14,83	10,42	6,51	6,05
Meravkastning (prosentenheter)	-0,27	-0,25	-0,09	0,04	0,14
<i>Eiendomsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje ²	23,71	23,91	14,19		

¹ Inflasjon gitt i tabellen er ikke basert på inflasjon målt i fondets valutakurv, men på norske KPI-tall.² Den første eiendomsinvesteringen ble gjennomført i første kvartal 2011. Fem års avkastning er annualisert avkastning fra og med 1. april 2011.

Kilder: Norges Bank, Macrobond og Finansdepartementet.

Tabell 2.2 Nominell avkastning av SPU og inflasjon¹ i utvalgte valutaer og målt i fondets valutakurv. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

År	Fondets valutakurv		NOK		USD		EUR		GBP	
	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon
1997	9,07	1,75	10,83	2,62	-4,01	2,29	11,87	1,53	-0,16	1,89
1998	9,26	0,92	19,75	2,25	15,87	1,56	7,63	1,10	14,59	1,57
1999	12,44	1,28	13,84	2,30	7,92	2,21	26,43	1,08	11,40	1,26
2000	2,49	2,02	6,53	3,13	-2,91	3,36	3,66	2,14	4,75	0,83
2001	-2,47	1,17	-5,34	3,03	-6,93	2,85	-1,87	2,36	-4,48	1,24
2002	-4,74	1,91	-19,09	1,29	4,76	1,58	-11,11	2,18	-5,30	1,22
2003	12,59	1,57	19,96	2,45	24,92	2,28	3,92	2,13	12,34	1,34
2004	8,94	2,37	3,93	0,44	14,16	2,66	5,94	2,09	6,45	1,32
2005	11,09	2,33	14,28	1,59	2,22	3,39	17,80	2,17	14,32	2,09
2006	7,92	2,13	5,89	2,26	15,16	3,23	3,01	2,24	1,01	2,30
2007	4,26	3,12	-3,90	0,76	10,20	2,83	-0,61	2,07	8,35	2,38
2008	-23,31	1,42	-6,66	3,79	-27,62	3,86	-23,87	3,27	0,21	3,55
2009	25,62	1,82	7,88	2,11	30,77	-0,37	26,69	0,33	16,42	2,24
2010	9,62	1,98	9,49	2,47	8,82	1,68	16,38	1,63	12,24	3,23
2011	-2,54	2,84	-1,39	1,24	-3,96	3,12	-0,75	2,68	-3,25	4,47
2012	13,42	1,98	6,70	0,77	14,42	2,09	12,66	2,51	9,39	2,78
2013	15,95	1,41	25,11	2,13	14,77	1,48	9,81	1,32	12,63	2,60
2014	7,58	0,91	24,23	2,01	0,52	1,59	14,47	0,50	6,78	1,52
2015	2,74	0,86	15,54	2,12	-2,13	0,13	9,02	0,00	3,54	0,00
1998–2015	5,64	1,78	6,96	2,00	5,88	2,19	5,91	1,76	6,53	1,99
1997–2015	5,81	1,78	7,16	2,04	5,34	2,19	6,21	1,75	6,17	1,99

¹ Inflasjon i enkeltvalutaene gitt i tabellen er ikke basert på inflasjon målt i fondets valutakurv, men på KPI-tall for hvert enkelt land/valutaområde.

Kilder: Norges Bank, Macrobond, Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.

Bestilling av publikasjoner

Offentlige institusjoner:

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon

Internett: www.publikasjoner.dep.no

E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no

Telefon: 22 24 00 00

Privat sektor:

Internett: www.fagbokforlaget.no/offpub

E-post: offpub@fagbokforlaget.no

Telefon: 55 38 66 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på

www.regjeringen.no

Omslagsillustrasjon: Bjørn Sæthren, 07 Media AS

Trykk: 07 Oslo AS – 04/2016

