



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 32

(2019–2020)

Melding til Stortinget

Statens pensjonsfond 2020





DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 32

(2019–2020)

Melding til Stortinget

Statens pensjonsfond 2020

Innhold

Del I	Statens pensjonsfond 2020	7	5.1	Råd fra Folketrygdfondet om endringer i forvaltningsmandatet	84
1	Innledning og sammendrag	9	5.2	Endringer i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge	86
2	Statens pensjonsfond utland: strategi og resultater	15	6	Ansvarlig forvaltning	87
2.1	Dagens investeringsstrategi	15	6.1	Dagens rammeverk	87
2.2	Resultater	21	6.2	Arbeidet med ansvarlig forvaltning i Statens pensjonsfond utland og Statens pensjonsfond Norge	89
3	Statens pensjonsfond utland: videreutvikling av strategi og forvaltning	42	6.3	Utvalg har gjennomgått de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond utland	98
3.1	Geografisk fordeling av referanseindeksen for aksjer	42	Del II	Temaartikler	101
3.2	Investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering	59	7	Evaluering av dagens regionfordeling i Statens pensjonsfond utland	103
3.3	Klimarisiko	61	8	Gevinster ved global risikospredning	107
3.4	Miljømandatene og unotert infrastruktur for fornybar energi ..	66	9	Konsekvenser av pandemier for finansmarkedene	111
3.5	Rammeverk og referanseindeks for obligasjonsinvesteringene	68	Vedlegg		
3.6	Endringer i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland	69	1	Ord og uttrykk	117
4	Statens pensjonsfond Norge: strategi og resultater	72	2	Historiske tabeller	125
4.1	Dagens investeringsstrategi	72			
4.2	Resultater	73			
5	Statens pensjonsfond Norge: videreutvikling av strategi og forvaltning	84			



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 32

(2019–2020)

Melding til Stortinget

Statens pensjonsfond 2020

*Tilråding fra Finansdepartementet 21. september 2020,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Solberg)*

Del I
Statens pensjonsfond 2020

1 Innledning og sammendrag

Midlene i Statens pensjonsfond eies av det norske folk. Formålet med sparingen i fondet er å støtte opp under finansieringen av folketrygdens pensjonsutgifter og ivareta langsiktige hensyn ved anvendelsen av statens petroleumsinntekter, slik at petroleumsformuen kommer både dagens og fremtidige generasjoner til gode. Finansdepartementet er i lov om Statens pensjonsfond gitt det overordnede ansvaret for forvaltningen av fondet, som består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Norges Bank og Folketrygdfondet står for den operative gjennomføringen av fondsforvaltningen, innenfor mandater fastsatt av Finansdepartementet.

Stortinget, Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet har ulike roller i forvaltningen av Statens pensjonsfond. En klar rolledeling bidrar til å tydeliggjøre ansvar. Bred forankring av investeringsstrategien og det overordnede rammeverket for fondet er en forutsetning for langsiktig og god forvaltning. Styringsstrukturen for Statens pensjonsfond må derfor sikre at viktige beslutninger forankres hos fondets eiere, representert ved regjeringen og Stortinget. Samtidig må det være tilstrekkelig delegering av fullmakter til at løpende beslutninger i forvaltningen tas nær markedene fondet investeres i.

Det overordnede målet for investeringene er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et akseptabelt risikonivå. En klar finansiell målsetting bidrar, sammen med en langsiktig og god forvaltning, til at også kommende generasjoner får nytte godt av de oppsparte midlene i fondet. Innenfor den overordnede finansielle rammen, skal fondet forvaltes ansvarlig.

SPU er en integrert del av statsbudsjettet og det finanspolitiske rammeverket. Statens petroleumsinntekter overføres i sin helhet til SPU, mens uttaket fra fondet bestemmes etter vedtak i Stortinget. Fondet er over tid blitt en stadig viktigere kilde til finansiering av offentlige utgifter.

Handlingsregelen for budsjettpolitikken legger opp til at oljepengebruken over tid skal tilsvare den forventede realavkastningen av SPU. Samtidig legges det vekt på at bruken av oljeinntekter i det enkelte år skal tilpasses den økonomiske situasjo-

nen. Det åpnes således for at det i perioder med økonomisk tilbakeslag kan brukes mer enn den langsiktige, forventede realavkastningen av fondskapitalen. Forutsetningen er at offentlig pengebruk bringes tilbake til banen for forventet realavkastning når den økonomiske situasjonen normaliseres.

Koronavirusutbruddet har ført til store tilbakeslag i norsk og internasjonal økonomi. For å begrense skadevirkningene er det satt inn omfattende økonomiske tiltak. Mens tiltakspakker i andre land i stor grad må finansieres gjennom statlig gjeldsopptak, bidrar SPU til at vi i Norge har et betydelig handlingsrom i finanspolitikken. For 2020 er det lagt opp til store overføringer fra SPU for å dekke underskuddet på statsbudsjettet.

Når vi nå overfører betydelige beløp fra SPU, vil underskuddet som kan finansieres av fondet i fremtiden, følgelig bli mindre. Samtidig har regjeringen i gode tider brukt mindre enn den forventede realavkastningen, blant annet for å kunne bruke mer i dårligere tider. Det er også viktig å understreke at uten kraftfulle tiltak under krisen ville tilbakeslaget blitt større, konkursene flere og ledigheten høyere. Regjeringen har lagt vekt på å dempe nedgangen og bidra til vekst og utvikling ut av krisen.

Erfaringene den siste tiden og fra tidligere, viser at vi må være forberedt på betydelige svingninger i markedene. Statens pensjonsfond har i utgangspunktet god evne til å tåle slike svingninger. Særlig i perioder med betydelig markedsure er det viktig å stå fast ved den valgte strategien. Stortingets behandling av de årlige meldingene om Statens pensjonsfond bidrar til å forankre fondets langsiktige investeringsstrategi.

Meldingene om Statens pensjonsfond legges normalt frem om våren. Som følge av virusutbruddet besluttet Finansdepartementet å utsette årets melding. I denne meldingen gjøres det derfor kort rede for utviklingen i forvaltningsresultatene i første halvår 2020, i tillegg til resultatene for 2019. Meldingen drøfter også videreutvikling av strategien for investeringene og gjør rede for arbeidet med ansvarlig forvaltning. Der koronapandemien er relevant for departementets vurde-

ringer, er dette omtalt særskilt. I temaartikkelen i kapittel 9 er det gjort rede for sammenhengen mellom tidligere pandemier, økonomisk vekst og finansmarkeder.

Investeringsstrategien

Investeringsstrategien for SPU og SPN er utviklet over tid, basert på faglige utredninger, praktiske erfaringer og grundige vurderinger. Viktige veivalg forankres i Stortinget. Åpenhet om og bred forankring av hovedlinjene i strategien, bidrar til økt innsikt i og forståelse av risikoen som tas i forvaltningen. Det legger til rette for at en kan holde fast ved investeringsstrategien, også i perioder med uro i finansmarkedene.

Investeringsstrategien er definert i fondenes mandater og uttrykkes blant annet gjennom sammensetningen av referanseindeksene som Finansdepartementet har fastsatt. Den strategiske referanseindeksen angir en fordeling av kapitalen mellom aksjer og obligasjoner, og er et uttrykk for eiers investeringspreferanser og risikotoleranse. For SPU utgjør andelen aksjer i referanseindeksen 70 pst., mens andelen er satt til 60 pst. for SPN. Obligasjoner utgjør resten. I mandatene er det også fastsatt flere rammer for hvilken risiko som kan tas i den operative forvaltningen, herunder en ramme for avvik fra referanseindeksen.

Strategien bygger på at en må ta risiko for å oppnå en tilfredsstillende avkastning over tid. Valg av aksjeandel er den beslutningen som i størst grad bestemmer samlet risiko. Høyere aksjeandel gir høyere forventet avkastning, men innebærer også at en må forvente større utslag i verdien av investeringene og større sannsynlighet for tap. Investeringsstrategien innebærer at det i hovedsak investeres i noterte markeder.

Et viktig utgangspunkt for investeringsstrategien er at den samlede risikoen kan reduseres ved å spre investeringene bredt mellom aktivaklasser, regioner, land, industrier, selskaper og utstedere. Sammensetningen av delindeksene for aksjer og obligasjoner innebærer at investeringene spres på mange enkelt-selskaper og obligasjonslån. Indeksene er satt sammen med sikte på at disse skal kunne følges tett og til lave kostnader. Referanseindeksene brukes også til å måle resultatene som Norges Bank og Folketrygdfondet oppnår i forvaltningen.

Det meste av den samlede risikoen i fondet følger av utviklingen i de brede aksje- og obligasjonsmarkedene, slik disse kommer til uttrykk i referanseindeksene. Norges Bank og Folketrygdfondet kan, innenfor fastsatte rammer, avvike noe fra

indeksene i den operative gjennomføringen av forvaltningen. Avvikene benyttes for å sikre en kostnadseffektiv tilpasning til indeksene. De benyttes også til å utnytte særtrekk ved fondene eller opparbeidede fortrinn for å oppnå meravkastning. I forvaltningen av SPU er det åpnet for investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi. Bidraget til fondenes risiko fra den aktive forvaltningen har over tid vært moderat.

Investeringsstrategiene for SPU og SPN er omtalt i henholdsvis avsnitt 2.1 og 4.1.

Gode resultater i 2019, urolige markeder i første halvår 2020

I 2019 passerte markedsverdien av SPU for første gang 10 000 mrd. kroner. Verdien av fondet var ved utgangen av 2019 mer enn tre ganger så stor som den årlige verdiskapingen i fastlandsøkonomien. Avkastningen i fjor var på 19,9 pst., målt i fondets valutakurv. Det er avkastningen målt i valutakurven som er relevant for utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft. I løpet av året økte fondsverdien med 1 832 mrd. kroner, til 10 084 mrd. kroner. Målt i kroner er dette den største årlige verdistigningen i fondets historie. De gode resultatene gjenspeiler en positiv utvikling i verdens finansmarkeder i 2019. Aksjekursene steg gjennom fjoråret, til tross for lavere økonomisk vekst og økt usikkerhet globalt. Avkastningen av aksjeporteføljen til SPU var 26,0 pst., mens avkastningen av fondets obligasjonsinvesteringer og unoterte eiendomsportefølje var henholdsvis 7,6 pst. og 6,8 pst.

Også i Norge var avkastningen i finansmarkedene høy, men likevel noe svakere enn i de internasjonale markedene. Den samlede avkastningen av SPN var i 2019 12,4 pst. målt i norske kroner. Aksjer og obligasjoner hadde en avkastning på henholdsvis 18,2 pst. og 4,2 pst. Markedetsverdien av fondet var ved utgangen av 2019 på 269 mrd. kroner, noe som innebærer en verdistigning på om lag 30 mrd. kroner i løpet av året.

Norges Bank og Folketrygdfondet har som mål å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader, innenfor rammene fastsatt i mandatene fra Finansdepartementet. Avkastningen av SPU i 2019 var 0,23 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen, mens meravkastningen i forvaltningen av SPN var 0,40 prosentenheter. Målt som andel av forvaltet kapital, var kostnadene i fjor 4,7 basispunkter i SPU og 6,7 basispunkter i SPN.

Etter sterk utvikling i finansmarkedene i 2019, førte virusutbruddet med påfølgende strenge smitteverntiltak til betydelige markedsbevegelser i første halvår 2020. Etter en optimistisk start på året, falt markedene markant da virusutbruddet spredte seg til flere land. Det kraftige fallet i aksjemarkedet ble bremsert og etter hvert reversert, blant annet på grunn av betydelige penge- og finanspolitiske stimulanser.

Ved utgangen av første halvår var markedsverdien av SPU 10 398 mrd. kroner. Målt i fondets valutakurv og før fradrag av forvaltningskostnader, var avkastningen i første halvår -3,4 pst. Målt i norske kroner var avkastningen 4,8 pst. Verdien av SPN var ved utgangen av juni 2020 257 mrd. kroner, mens avkastningen i første halvår var -4,4 pst.

Departementet legger vekt på resultatene som oppnås over tid. De siste 20 årene frem til og med første halvår 2020, har gjennomsnittlig årlig avkastning av SPU vært 0,17 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. For SPN har meravkastningen siden 2007 i gjennomsnitt vært 0,56 prosentenheter per år.

Resultatene i SPU og SPN er omtalt i henholdsvis avsnitt 2.2 og 4.2.

Geografisk fordeling av referanseindeksen for aksjer i SPU

Finansdepartementet varslet i fjorårets melding en gjennomgang av rammeverket og referanseindeksen for aksjeinvesteringene i SPU, herunder den geografiske fordelingen og sammensetningen av delindeksen for fremvoksende markeder. Departementet har mottatt råd og vurderinger fra Norges Bank og en rapport fra konsultantselskapet og indeksleverandøren MSCI.

Sammensetningen av gjeldende referanseindeks tar utgangspunkt i markedsverdien til de enkelte selskapene som inngår i indeksen, såkalt full markeds kapitalisering, men det foretas enkelte tilpasninger. For det første justeres markeds kapitaliseringen av fondets indeksleverandør FTSE Russell for blant annet omsettelighet, begrensninger på utenlandsk eierskap og såkalt fri flyt. Justeringen for fri flyt tar hensyn til om deler av selskapets aksjer ikke er løpende tilgjengelig for kjøp og salg i markedet, for eksempel som følge av strategisk eierskap. Videre endres den geografiske fordelingen av indeksen ved at selskapenes justerte markeds kapitalisering tilordnes faktorer i henhold til geografisk tilhørighet. Justeringsfaktorene er fastsatt av departementet og medfører at SPU's referanseindeks for aksjer har en høyere andel i

utviklede markeder i Europa, og en lavere andel i utviklede markeder i Nord-Amerika (USA og Canada), enn det som følger både av selskapenes fulle og justerte markeds kapitalisering.

Departementet legger i denne meldingen opp til å endre justeringsfaktorene i referanseindeksen slik at andelen utviklede markeder i Europa justeres noe ned og andelen i USA og Canada justeres tilsvarende opp. Dette er i tråd med rådet fra Norges Bank. Formålet med endringene er at aksjeindeksen bedre skal representere verdiskapingen i børsnoterte selskaper globalt. Endringene vil gi likere eierandeler mellom de ulike regionene. Det legges ikke opp til endringer i justeringsfaktorene for fremvoksende markeder eller utviklede markeder i Asia og Oseania. Koronapandemien endrer ikke departementets vurdering.

Fremvoksende aksjemarkeder utgjorde ved utgangen av 2019 om lag 11 pst. av referanseindeksen for aksjer. Investeringer i disse markedene vil kunne bidra til risikospredning og høsting av risikopremier. Fremvoksende markeder skiller seg fra utviklede markeder ved at avkastningen svinger mer og at risikoen i større grad påvirkes av landspesifikke forhold. Fremvoksende markeder er også mindre likeartede enn utviklede markeder og er i stor grad preget av svakere institusjoner, mindre åpenhet og svakere beskyttelse av minoritetsaksjonærenes interesser. Slike landspesifikke forhold gjør det mer utfordrende å ivareta rollen som ansvarlig investor.

Departementet vil arbeide videre med sammensetningen av delindeksen for fremvoksende markeder, herunder om særtrekk ved slike markeder bør tillegges mer vekt. Det vises i den forbindelse til at Norges Bank i brev 15. april 2020 ble bedt om å analysere konsekvensene av et eventuelt tak på hvor mye enkeltmarkeder kan utgjøre av indeksen. Departementet mottok 27. august 2020 bankens vurderinger av hvordan et slikt tak kan utformes og hvilke konsekvenser dette vil ha. Departementet legger opp til å komme tilbake med vurderinger av rammeverket og delindeksen for investeringer i fremvoksende markeder i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2021. Utredningen fra utvalget som har vurdert de etiske retningslinjene for SPU, vil da også inngå som en del av vurderingsgrunnlaget. Utvalget har blant annet vurdert ulike forhold knyttet til land. Departementet legger ikke opp til å inkludere nye markeder i fondets referanseindeks for aksjer før det er tatt stilling til sammensetningen av denne.

Arbeidet med rammeverket og referanseindeksen for aksjer er omtalt i avsnitt 3.1.

Investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering – SPU

I meldingen *Statens pensjonsfond 2018* vurderte Finansdepartementet om det skulle åpnes for at SPU skal kunne investeres i aksjer i unoterte selskaper på generelt grunnlag. Etter en samlet vurdering la departementet ikke opp til å åpne for slike investeringer. Det ble samtidig vist til at Norges Bank allerede har mulighet til å investere i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering, og at en i dialogen med banken ville følge opp denne adgangen.

Norges Bank vurderer at et alternativ til dagens regulering kan være å åpne for at SPU innenfor en ramme på 1 pst. av aksjeporteføljen kan investeres i unoterte aksjer i *store* selskaper som ennå ikke er børsnotert. Banken mener det er rimelig å forvente at flere av disse selskapene vil søke børsnotering på et senere tidspunkt.

Bankens forslag innebærer etter departementets syn større sannsynlighet for at SPU vil kunne forbli investert i unoterte selskaper i lang tid, uten at en kan vise til et konkret styrevedtak i disse selskapene som begrunnelse for investeringsbeslutningen. Intensjonen med mandatsbestemmelsen er at banken skal kunne investere i enkeltelskaper *i forkant* av en forestående børsnotering. Foreligger det et konkret styrevedtak om børsnotering, er det etter departementets syn rimelig å legge til grunn at usikkerheten er lavere enn uten et slikt styrevedtak.

Departementet legger opp til å videreføre dagens krav om intensjon om børsnotering, og samtidig tydeliggjøre reguleringen i mandatet. Det legges blant annet opp til å stille krav til grundige gjennomganger i forkant av den enkelte investering og at hovedstyret skal godkjenne investeringer over bestemte beløpsgrenser. Det presiseres at hovedstyret skal fastsette retningslinjer for avhending av aksjer i unoterte selskaper hvor den planlagte børsnoteringen ikke gjennomføres.

Omtalen av investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering følger i avsnitt 3.2.

Klimarisiko i SPU

Klimaendringer vil påvirke selskaper og den økonomiske utviklingen i tiden som kommer, og er derfor en viktig finansiell risikofaktor for SPU.

Som en stor, langsiktig investor med eierandeler i flere tusen selskaper globalt, vil fondets avkastning påvirkes av klimaendringer, klimapolitikk og ny teknologi. Samtidig er dette en kompleks og sammensatt risikofaktor, og kunnskapen om hvordan investorer best kan håndtere risikoen som følger av klimaendringene, er foreløpig begrenset. Fondets investeringer vil påvirkes både av de fysiske konsekvensene av klimaendringer, såkalt *fysisk risiko*, og av regulatorisk og teknologisk utvikling ved overgangen til et lavutslippssamfunn, såkalt *overgangsrisiko*. Usikkerheten er stor om de fysiske virkningene av klimaendringene og den finansielle risikoen disse gir opphav til, samt om hva de økonomiske konsekvensene vil bli. I tillegg er det stor usikkerhet knyttet til klimapolitikk og teknologisk utvikling på veien mot et lavutslippssamfunn. Dette innebærer betydelig risiko som må håndteres av investorer.

Finansdepartementet og Norges Bank søker, i likhet med andre investorer, kunnskap om hvordan klimarisiko påvirker finansielle verdier og hvordan risikoen kan håndteres. I Meld. St. 14 *Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland* ble det lagt opp til å be Norges Bank gjennomgå sitt arbeid med klimarisiko i SPU. Redegjørelsen fra Norges Bank viser at vurderinger av finansiell klimarisiko er integrert i risikostyringen, investeringsbeslutningene og eierskapsutøvelsen.

En viktig del av Norges Banks arbeid med klimarisiko bør etter departementets syn være å bidra til økt forståelse og kunnskap om klima som finansiell risikofaktor. Bidrag til forskning, utvikling av felles rammeverk for klimarapportering og bedre forståelse av selskapenes håndtering av klimarisiko, er en viktig del av Norges Bank arbeid på dette området. Departementet vurderer det som positivt at banken vil videreføre arbeidet med utvikling av analytiske verktøy for klimascenarioer, samt bygge ut og forbedre sine interne analysemodeller for ulike klimaforløp.

Departementet legger til grunn at Norges Bank også fremover vil vurdere ulike virkemidler innen arbeidet med klimarisiko, herunder deltakelse i forskningsprosjekter. Det er viktig at bankens arbeid bygger på en overordnet strategi som inkluderer prioriteringer, mål og aktiviteter. Rapporteringen bør være i tråd med ledende rammeverk (TCFD) så langt det er formålstjenlig, herunder om klimascenarioer for porteføljen og relevante delporteføljer, relevante måltall og eventuell stresstesting.

Klimarisiko i SPU er omtalt i avsnitt 3.3.

Endringer i forvaltningsmandatet for SPU

Finansdepartementet vedtok 29. november 2019 flere endringer i mandatet for forvaltningen av SPU. Endringene må dels ses i lys av Stortingets behandling av meldingen om Statens pensjonsfond 2019. Dette omfatter blant annet nye mandatsbestemmelser for de miljørelaterte investeringsmandatene og investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi, samt for referanseindeksen og rammene for obligasjonsinvesteringene. Det vises til nærmere omtale i henholdsvis avsnitt 3.4 og 3.5.

Det er også foretatt andre endringer i mandatet som dels må ses i sammenheng med ny sentralbanklov som trådte i kraft 1. januar 2020. Endringene er omtalt i avsnitt 3.6.

Folketrygdfondets råd om endringer i forvaltningsmandatet for SPN

Folketrygdfondet har i brev til departementet 13. desember 2019 gitt råd om endringer i mandatet for forvaltningen av SPN. Bakgrunnen er at SPNs eierandeler i selskaper notert på Oslo Børs nå er kommet opp på et så høyt nivå at det medfører risiko for å komme i brudd med dagens eierandelsbegrensning på 15 pst. i norske selskaper. De høye eierandelene begrenser også handlingsrommet i den aktive forvaltningen. Folketrygdfondets råd er at aksjeporteføljens andel i Norge reduseres noe, mens andelen i Danmark, Finland og Sverige økes tilsvarende. Folketrygdfondet drøfter også andre løsninger, herunder å åpne for investeringer i unoterte aksjer i større grad, å øke eierandelsbegrensningen og uttak.

Etter en samlet vurdering mener departementet at andelen i Danmark, Finland og Sverige bør ligge fast, og at utfordringene med høye eierandeler i noterte selskaper på Oslo Børs helt eller delvis bør løses gjennom uttak fra SPN. Et uttak kan gjøres på ulike måter, både som et engangsuttak og/eller som årlige uttak. Et slikt uttak fra SPN vil kreve nærmere utredninger, blant annet av hjemmelsgrunnlag og konsekvenser. Det bør som del av dette innhentes vurderinger fra Folketrygdfondet av operasjonelle konsekvenser. Finansdepartementet vil arbeide videre med konkret utforming av omfang og rammer for et slikt uttak.

SPN kan innenfor gjeldende mandat investeres i unoterte selskaper der styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert markedsplass i Norge og Norden for øvrig (untatt Island). Folketrygdfondet mener det er hensiktsmessig å vurdere en endring i mandatsbestem-

melsen for investeringer i unoterte selskaper. Gitt at denne adgangen hittil er lite benyttet, vil departementet se nærmere på om dagens avgrensning kan utvides noe. I dette arbeidet vil det være behov for å innhente ytterligere informasjon fra Folketrygdfondet, blant annet om hvilke andre kriterier enn uttrykt intensjon om børsnotering som eventuelt kan benyttes for å identifisere selskaper som antas å være aktuelle for en børsnotering på et senere tidspunkt.

Saken er omtalt i avsnitt 5.1.

Ansvarlig forvaltning

Statens pensjonsfond skal, innenfor den overordnede finansielle målsettingen, følge en ansvarlig investeringspraksis som fremmer god selskapsstyring og tar hensyn til miljø og samfunnsforhold. Dette er også viktig for at forvaltningen skal ha legitimitet i den norske befolkningen.

En ansvarlig forvaltning kan videre bidra til at en håndterer finansiell risiko som kan oppstå på grunn av miljømessige eller samfunnmessige forhold i selskaper fondet er investert i. Fondets investeringer har en lang tidshorisont, og gjennom eierandeler spredd på mange selskaper, vil avkastning og risiko kunne bli påvirket av slike forhold. Det er blant annet stor oppmerksomhet om hvordan klimaendringer, klimapolitikk og teknologisk utvikling påvirker finansielle verdier. Klimarisiko er en viktig finansiell risikofaktor i forvaltningen av Statens pensjonsfond.

Ansvarlig forvaltning er en integrert del av forvaltningen av SPN og SPU. I mandatene fra Finansdepartementet vises det til internasjonalt anerkjente standarder og prinsipper for ansvarlig forvaltning. Norges Bank og Folketrygdfondet legger slike standarder og prinsipper til grunn i sitt arbeid, og de deltar også i arbeidet med å videreutvikle disse.

Norges Bank og Folketrygdfondet tar investeringsbeslutninger og utøver fondets eierrettigheter uavhengig av departementet. Viktige virkemidler i eierskapsarbeidet er å fremme prinsipper og forventninger basert på internasjonalt anerkjente standarder, dialog med selskaper om aktuelle tema og saker samt å stemme på generalforsamlinger i selskaper fondene er investert i. Risikohåndtering er også en viktig del av arbeidet.

Norges Bank har som del av eierskapsarbeidet utarbeidet forventningsdokumenter på flere områder, inkludert klima, menneskerettigheter, barnearbeid samt skatt og åpenhet. Forventningsdokumentene retter seg mot styret i selskapene

fondet er investert i, og benyttes som del av bankens eierskapsdialog med selskapene.

I forventningsdokumentet om skatt og åpenhet har banken uttrykt at det forventes at selskaper har en formålstjenlig, veloverveid og åpen skattepraksis, og at skatt bør betales der økonomiske verdier skapes. På myndighetsnivå har Norge en aktiv rolle i det internasjonale arbeidet for økt åpenhet, utveksling av opplysninger og en riktig fordeling av beskatningsrett globalt. Norsk politikk er at arbeidet med lukkede skattejurisdiksjoner, internasjonal skatteomgåelse og en riktig fordeling av beskatningsrett globalt bør løses gjennom internasjonalt samarbeid på myndighetsnivå og konsensusbaserte løsninger.

Finansdepartementet har fastsatt retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Noen kriterier i retningslinjene innebærer utelukkelse av selskaper på grunnlag av produkter, som tobakk, våpen og kull. Andre kriterier er basert på selskapets atferd, som grove brudd på menneskerettigheter eller alvorlig miljøskade.

Et uavhengig etikkråd oppnevnt av Finansdepartementet gir råd om utelukkelse og observasjon av selskaper til Norges Bank. Beslutningsmyndigheten er lagt til hovedstyret i Norges Bank. Banken kan velge et annet virkemiddel enn det Etikkrådet tilråder. Det overordnede målet er at det mest egnede virkemiddelet benyttes i hver enkelt sak. For kullkriteriet kan Norges Bank ta beslutninger uten en tilråding fra Etikkrådet.

Fondets investeringer er gjenstand for betydelig oppmerksomhet, både i Norge og internasjonalt. Selv med et godt rammeverk for risikohåndtering, ansvarlig forvaltning og etiske retningslinjer, kan en ikke sikre seg fullt ut mot at det vil kunne oppstå kritikkverdige situasjoner i selskaper i fondets portefølje. Det er ikke mulig å legge opp forvaltningen med sikte på at fondet ikke på noe tidspunkt vil kunne bli utsatt for uønskede forhold. Det er likevel viktig at risikostyringen og

rammeverket for ansvarlig forvaltning løpende videreutvikles, i takt med fondets størrelse og kompleksitet.

Ansvarlig forvaltning er omtalt i kapittel 6.

Utvalg har vurdert retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU

Finansdepartementet satte våren 2019 ned et utvalg for å gjennomgå de etiske retningslinjene for SPU. Utvalget vurderte blant annet kriteriene for utelukkelse av selskaper, og bruken og effekten av virkemidlene. Problemstillinger knyttet til enkeltland, herunder land med lokalt regelverk som bryter med anerkjente internasjonale konvensjoner og standarder samt land med generelt begrenset informasjonstilgang, er også vurdert. Utvalget leverte sin utredning 15. juni 2020.

Utvalget mener dagens etiske rammeverk for fondet i hovedsak har fungert godt. Det foreslås samtidig enkelte justeringer i lys av normutviklingen og nye problemstillinger. Blant annet foreslås det endringer i kriteriene om våpen og korrupsjon, og et nytt kriterium om våpensalg. Videre foreslår utvalget å tydeliggjøre kravene til samordning mellom Norges Bank og Etikkrådet, samt å ta inn FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) i mandatet for forvaltningen av SPU. For selskaper i land med avvikende normer, foreslås det å tilpasse virkemiddelbruken noe, særlig knyttet til lokale selskaper med begrenset handlingsrom. Utvalget understreker at selskaper skal vurderes etter samme etiske standard og med samme grundighet som i dag.

Utredningen ble sendt på høring 24. juni, med frist for innspill 20. oktober 2020. Høringsinnspillene vil, sammen med utvalgets utredning, gi Finansdepartementet et godt og bredt grunnlag for å vurdere retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU. Departementet tar sikte på å legge frem sine vurderinger i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2021.

Utvalgets arbeid og forslag er omtalt i avsnitt 6.3.

2 Statens pensjonsfond utland: strategi og resultater

2.1 Dagens investeringsstrategi

2.1.1 Innledning

Staten sparer de løpende inntektene fra petroleumsvirksomheten i Statens pensjonsfond utland (SPU). Sparingen er fullt ut integrert i statsbudsjettet, se boks 2.1. Det årlige uttaket fra fondet, det oljekorrigerede underskuddet, bestemmes i statsbudsjettet. Underskuddet på statsbudsjettet skal over tid følge forventet realavkastning av SPU (handlingsregelen). En regel om at det kun er realavkastningen som brukes over statsbudsjettet innebærer i prinsippet at fondet vil være evigvarende.

Det følger av lov om Statens pensjonsfond at målet med investeringene skal være å oppnå høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko.¹ Innenfor denne rammen skal fondet forvaltes ansvarlig.

En god og langsiktig forvaltning av sparemidlene legger til rette for at petroleumsformuen kommer både dagens og fremtidige generasjoner til gode. Investeringsstrategien følger av mandatet for forvaltningen av SPU, som er fastsatt av Finansdepartementet. Den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningsoppdraget ivaretas av Norges Bank, innenfor rammene i mandatet.

Investeringsstrategien for SPU er utformet med utgangspunkt i fondets formål og særtrekk, antakelser om hvordan finansmarkedene fungerer og forvalters fortrinn. Den er utviklet over tid med utgangspunkt i allment tilgjengelig kunnskap, forskning, praktiske erfaringer og grundige vurderinger. Viktige veivalg i forvaltningen av fondet forankres i Stortinget.

2.1.2 Dagens investeringsstrategi

Finansdepartementet har over tid utviklet en investeringsfilosofi som særlig kjennetegnes ved:

- Høsting av risikopremier
- Bred spredning av investeringene
- Tilbakevektning av aksjeandelen

- Begrenset ramme for avvik fra referanseindeksen
- Ansvarlig forvaltning
- Kostnadseffektiv forvaltning
- Åpenhet

2.1.3 Høsting av risikopremier

Brede bevegelser i markedspriser på aksjer, valutaer, råvarer og renter omtales gjerne som markedsrisiko eller systematisk risiko. Investorer kan ifølge finansteorien forvente en kompensasjon for å bære denne typen risiko. Den forventede meravkastningen utover avkastningen en kan oppnå ved en risikofri plassering, kalles en risikopremie. En sentral risikopremie er aksjepremien, som er den forventede meravkastningen ved å investere i aksjer fremfor mer sikre obligasjoner. Økt innslag av systematisk risiko innebærer høyere forventet avkastning. Samtidig må en forvente større utslag i verdien av investeringene og større sannsynlighet for tap.

Valg av aksjeandel er den beslutningen som i størst grad bestemmer samlet risiko i SPU. Som følge av en begrenset ramme for avvik fra SPU's referanseindeks, vil en forvente at det er utviklingen i de globale aksjemarkedene som i stor grad forklarer svingningene i fondets avkastning. Våren 2017 sluttet Stortinget seg til et forslag fra regjeringen om å øke aksjeandelen i den *strategiske referanseindeksen* til 70 pst. Obligasjoner utgjør den resterende andelen av referanseindeksen. Gjennom tilslutningen til økt andel aksjer har politiske myndigheter gitt uttrykk for hva som kan anses å være et akseptabelt nivå på risiko i fondet.

SPU skiller seg fra flere andre store fond ved at en hovedsakelig har valgt å ta systematisk risiko i noterte markeder. Dette kommer til uttrykk ved at fondet har en høyere aksjeandel og en lavere andel unoterte investeringer enn andre store fond.

Investeringene i SPU gir også eksponering mot andre typer systematisk risiko, som det forventes at en investor blir kompensert for. Dette omfatter risikopremier knyttet til obligasjoners

¹ Endringer i Lov om Statens pensjonsfond trådte i kraft 1. januar 2020, se avsnitt 3.6.

Boks 2.1 Fondskonstruksjon og det finanspolitiske rammeverket

Den løpende tilførselen av petroleumsinntekter til SPU representerer i all hovedsak en omgjøring av petroleumsformuen på norsk sokkel til finansformue i utlandet.

Petroleumsinntektene skiller seg fra statens øvrige inntekter ved å være en omplassering av formue. Samtidig svinger disse inntektene mye, og vil etterhvert ta slutt i takt med uttappingen av petroleumsressursene.

SPU og de finanspolitiske retningslinjene skal legge til rette for varig høy verdiskaping og en stabil utvikling i fastlandsøkonomien. Som et ledd i dette overføres 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).

Siden 2001 er følgende finanspolitiske retningslinjer lagt til grunn for uttak fra fondet (handlingsregelen):

- Bruken av fondsmidler skal over tid følge den forventede realavkastningen av SPU.¹

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

Fondet og handlingsregelen bidrar til å skjerme statsbudsjettet fra kortsiktige svingninger i oljeinntektene, og gir handlefrihet i finanspolitikken til å motvirke økonomiske tilbakeslag. Samtidig blir bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet en synlig og integrert 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.² Det finanspolitiske rammeverket legger til rette for at realverdien av fondet kan opprettholdes til nytte for fremtidige generasjoner. Mens kapitalen i fondet kun kan brukes én gang, kan realavkastningen finansiere et varig høyere nivå på statens utgifter. Handlingsregelen støtter opp om fondets langsiktige horisont.

¹ I 2017 sluttet Stortinget seg til at anslaget for forventet realavkastning av SPU reduseres fra 4 pst. til 3 pst.

² Det følger av lov om Statens pensjonsfond at staten ikke skal lånefinansiere utgifter på statsbudsjettet så lenge det er midler i SPU.

løpetid (terminpremie) og til at låntaker ikke innfrir sine forpliktelser (kredittrisiko). Størrelsen på slike systematiske risikopremier er imidlertid usikker og varierer over tid. Fondet er gjennom Norges Banks forvaltning eksponert mot ytterligere risikofaktorer, slik som *verdi og størrelse*.²

2.1.4 Bred spredning av investeringene

Den strategiske referanseindeksen til SPU består av delindekser for aksjer og obligasjoner. Delindeksen for aksjer utgjør 70 pst., mens delindeksen for obligasjoner utgjør 30 pst. Avkastningen av en portefølje med både obligasjoner og aksjer ventes å svinge mindre enn avkastningen av en portefølje som består av bare aksjer. Det skyldes både at obligasjonsavkastningen gjennomgående

svinger mindre enn aksjeavkastningen og at avkastningen på aksjer og obligasjoner normalt ikke svinger i takt.

Sammensetningen av delindeksene for aksjer og obligasjoner innebærer at fondskapitalen spres på mange enkeltinvesteringer. Risikoen i en bredt sammensatt portefølje forventes å være vesentlig lavere enn risikoen ved en enkeltinvestering. Ifølge finansteorien er forventet avkastning knyttet til det bidraget investeringen gir til porteføljens systematiske risiko, og ikke til verdipapirets risiko isolert sett. Ved å spre investeringene tar en bort store deler av den finansielle risikoen som er spesifikk for et enkeltsekskap og en investor vil derfor få bedre betalt for å ta risiko gjennom et bedre forhold mellom forventet avkastning og risiko.

Prinsippet om bred spredning av investeringene er et viktig utgangspunkt for investeringsstrategien til SPU, og er uttrykt gjennom sammensetningen av referanseindeksene for aksjer og obligasjoner, se boks 2.2. Referanseindeksene inneholder mange tusen aksjer og obligasjonslån, og gjenspeiler i betydelig grad investeringsmulig-

² Over tid er det avdekket flere systematiske avkastningsmønstre i aksjer. Forskning viser at flere ulike egenskaper ved verdipapirene ser ut til å påvirke deres verdiutvikling over tid. Slike egenskaper har vist seg å forklare avkastningen i et bredt sett av aksjer, og kalles derfor gjerne systematiske risikofaktorer.

hetene i det internasjonale finansmarkedet. Indeksene angir en fordeling av investeringene mellom land, valutaer, industrier, selskaper og obligasjonslån, og er satt sammen med sikte på at Norges Bank skal kunne følge indeksene tett og til lave kostnader. Referanseindeksene er også et relevant utgangspunkt for å måle resultatene som Norges Bank oppnår i forvaltningen av SPU. Indeksene utarbeides av internasjonalt anerkjente indeksleverandører, som fastsetter kriterier for hvilke markeder, selskaper og utstedere som skal inkluderes i referanseindeksene.

Ved å spre investeringene tar en bort store deler av den finansielle risikoen som er spesifikk for et enkeltsekskap. Investeringens gjenstående systematiske risiko vil reflektere økonomiens iboende usikkerhet. Eksempler på slik risiko kan være uro i finansielle markeder, pandemier, demografiske endringer eller handelskrig. En investor kan ikke diversifisere seg bort fra denne typen risiko.

2.1.5 Tilbakevektning av aksjeandelen

Andelen aksjer i den strategiske referanseindeksen gir uttrykk for et risikonivå som er akseptabelt for eier, og en ønsket fordeling mellom aksjer og obligasjoner. Sammensetningen av den faktiske referanseindeksen tar utgangspunkt i den strategiske indeksen, men vil i motsetning til den strategiske indeksen påvirkes av den relative kursutviklingen for aksjer og obligasjoner. Aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen vil derfor kunne være forskjellig fra den strategiske vekten på 70 pst.

Kursene på aksjer og obligasjoner endres løpende og utvikler seg ulikt over tid. Å fastholde en gitt andel aksjer når kursene endres vil være lite hensiktsmessig, ettersom det vil medføre hyppige transaksjoner og store transaksjonskostnader. Aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen tillates således å avvike fra den strategiske referanseindeksen innenfor gitte grenser. Dersom vekten i den faktiske indeksen avviker vesentlig fra den strategiske, vil samtidig fondets avkastnings- og risikoegenskaper kunne endres. Det er derfor fastsatt bestemmelser om når og hvordan aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen skal vektet tilbake til den strategiske andelen, såkalt tilbakevektning (rebalansering). Tilbakevektning av aksjeandelen er en sentral del av fondets langsiktige investeringsstrategi, og gir blant annet strategien et visst motsyklisk trekk ved at fondet kjøper aktivaklassen som har hatt lavest avkastning og selger aktivaklassen som har hatt høyest avkastning.

2.1.6 Begrenset ramme for avvik fra referanseindeksen

I store, velfungerende markeder der det antas at ny offentlig informasjon raskt reflekteres i prisene, vil det være vanskelig for markedsaktører over tid å oppnå høyere avkastning enn det som følger av den generelle markedsutviklingen. Mandatet som er gitt til Norges Bank, er derfor utformet slik at risikoen i SPU over tid i all hovedsak følger av utviklingen i referanseindeksen departementet har fastsatt. Over 99 pst. av svingningene i fondets historiske avkastning kan forklares med svingninger i referanseindeksens avkastning.

Samtidig er det gode grunner for å tillate noe avvik fra fondets referanseindeks. Indeksleverandørene gjør kontinuerlig endringer i sammensetningen av indeksproduktene som fondets referanseindeks tar utgangspunkt i. En mekanisk tilpasning av de faktiske investeringene til disse endringene vil medføre hyppige transaksjoner og påføre fondet unødige kostnader. Videre har fondets referanseindekser potensielle svakheter ved måten de er konstruert på, deriblant at enkelte verdipapirer som inngår i indeksene har lav omsettelighet og er vanskelig tilgjengelig i markedet. Enkelte investorer kan også ha særtrekk eller fortrinn som gjør det mulig å oppnå en meravkastning over tid. For SPU er størrelse og lang investeringshorisont eksempler på særtrekk som forvalter kan søke å utnytte for å oppnå en høyere avkastning enn referanseindeksen. Samtidig kan fondets størrelse være en ulempe ved at det kan være vanskelig å finne lønnsomme, skalerbare måter å avvike fra referanseindeksen, og det er krevende å gjøre store tilpasninger i porteføljen i løpet av kort tid uten at transaksjonskostnadene blir høye.

Finansdepartementets mandat for SPU setter en øvre ramme for Norges Banks avvik fra referanseindeksen. Formålet med slike avvik er å utnytte fondets særtrekk og fortrinn til å oppnå meravkastning og å sikre en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen. Utover dette kan et visst omfang av aktiv forvaltning ha positive vekselvirkninger med øvrige deler av forvaltningen, blant annet ved at eierskapsutøvelsen kan bidra til økt innsikt i og forståelse av selskapene fondet er investert.

Rammen for avvik er uttrykt gjennom en grense for forventet relativ volatilitet, som er satt til 1,25 prosentenheter. Forventet relativ volatilitet angir hvor mye avkastningen av faktisk portefølje ventes å kunne avvike fra referanseindeksen i et normalår. Som redegjort for i avsnitt 2.2 utnytter

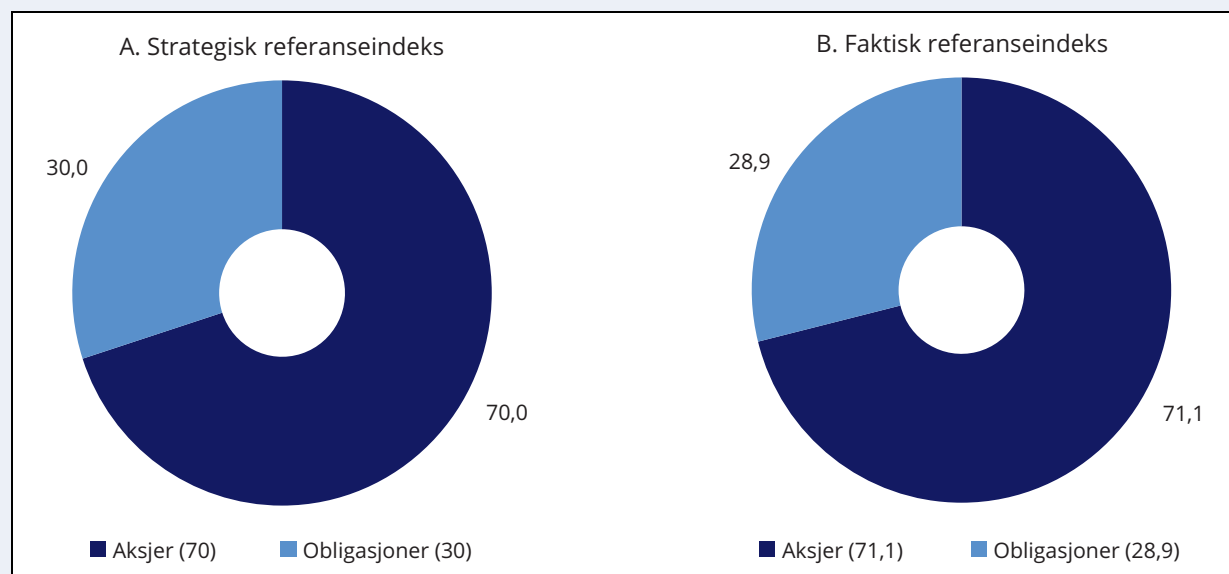
Boks 2.2 Rammeverk og referanseindekser for aksjer og obligasjoner

Investeringsstrategien for SPU er uttrykt blant annet ved *avgrensning av fondets investeringsunivers*, en *strategisk referanseindeks*, *risikorammer*, samt andre bestemmelser i forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank. Sammensetningen av investeringene i Statens pensjonsfond utland (SPU) er basert på en rekke aktive valg som foretas av Finansdepartementet som representant for fondets eiere, og av Norges Bank som del av den operative gjennomføringen av forvaltningsoppdraget, se figur 2.2.

Investeringsuniverset setter rammer for plasseringen av fondets midler. SPU's investeringsunivers er avgrenset til noterte aksjer og omsettelige gjeldsinstrumenter samt unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi.¹ Fondets midler kan blant annet ikke investeres i Norge eller i selskaper som er besluttet utelukket etter de etiske retningslinjene.

Den *strategiske referanseindeksen* angir en fordeling av kapitalen mellom aksjer og obligasjo-

ner, jf. figur 2.1. Sammensetningen uttrykker eiers investeringspreferanser og risikotoleranse. Referanseindeksene for aksjer og obligasjoner tar utgangspunkt i brede, globale indekser fra ledende indeksleverandører. De underliggende indeksproduktene gjenspeiler i stor grad investeringsmulighetene i de globale aksje- og obligasjonsmarkedene. Slike markedsindekser vil samtidig avhenge av de respektive indeksleverandørenes kriterier for inkludering av markeder og enkeltpapirer. Indeksleverandører har delvis vektlagt ulike kriterier. Det fører for eksempel til at to aksjeindekser for samme region ikke nødvendigvis inneholder de samme aksjene med samme vektning. Det kan også være ulikheter i hvilke land eller markeder som inngår. Departementet har foretatt enkelte tilpasninger i referanseindeksene til SPU sammenlignet med de underliggende indeksproduktene, herunder i den geografiske fordelingen.

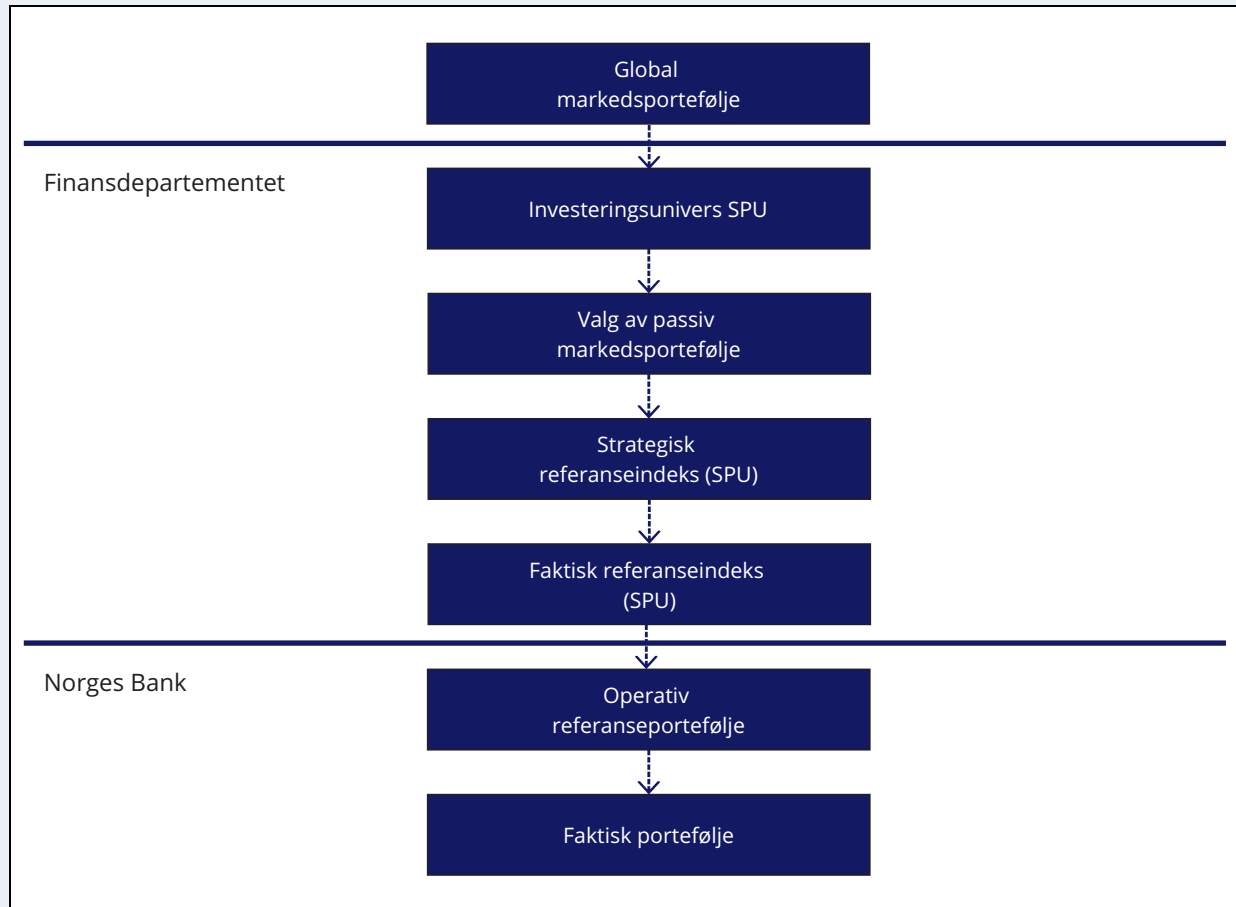


Figur 2.1 Sammensetning av SPU's strategiske og faktiske referanseindeks ved utgangen av 2019. Prosent
Kilde: Finansdepartementet.

Referanseindeksen for aksjer er basert på en indeks fra FTSE Russell (FTSE Global All Cap) og inkluderer alle land, med unntak av Norge, som indeksleverandøren klassifiserer som utviklede markeder, avanserte fremvoksende markeder eller sekundære fremvoksende markeder.² Innad i hver region fordeles investeringene etter størrelsen på de noterte aksjemarkedene i landene som inngår i indeksen, justert for fri flyt.³

Fordelingen mellom regioner avviker fra markedsvektene ved at en større andel investeres i Europa og en mindre andel i USA og Canada enn hva FTSE Global All Cap-indeksen skulle tilsi. Departementet legger i denne meldingen opp til å endre justeringsfaktorene slik at andelen i utviklede markeder i Europa justeres noe ned og andelen i utviklede markeder i USA og Canada justeres tilsvarende opp, se omtale i avsnitt 3.1.

Boks 2.2 forts.



Figur 2.2 Illustrasjon av valg som tas av Finansdepartementet og av Norges Bank

Kilde: Finansdepartementet.

Referanseindeksen for obligasjoner er basert på indekser utarbeidet av Bloomberg⁴ og består av en statsdel og en selskapsdel. Statsdelen utgjør 70 pst. og inkluderer nominelle statsobligasjoner, inflasjonssikrede statsobligasjoner og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner. Selskapsdelen utgjør 30 pst. og består av selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett. Mens sammensetningen av delindeksen for selskapsobligasjoner er basert på markedsvekter, tar fordelingen mellom land innen statsdelen utgangspunkt i økonomienes relative størrelse målt ved brutto nasjonalprodukt (BNP). BNP-vektene er begrenset til to ganger relativ markedsvekt for å unngå høye eierandeler i land med et lite statsobligasjonsmarked sammenlignet med størrelsen på økonomien. Obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder er ikke inkludert i referanseindeksen. Norges

Bank kan imidlertid investere i slike obligasjoner innenfor en samlet ramme på 5 pst. av obligasjonsporteføljen, se omtale i avsnitt 3.5.

Markedsprisene på aksjer og obligasjoner endres løpende, og vil normalt utvikle seg ulikt over tid. Det er derfor lite hensiktsmessig å holde fordelingen mellom aksjer og obligasjoner fast til ethvert tidspunkt, blant annet fordi hyppige transaksjoner vil påføre fondet høye kostnader. Det er derfor fastsatt en *faktisk referanseindeks* der andelen aksjer og obligasjoner tillates å avvike fra den strategiske vekten innenfor et fastsatt bånd. For å unngå at andelen aksjer i den faktiske referanseindeksen blir vesentlig lavere eller høyere enn det som følger av den strategiske vekten, har departementet fastsatt bestemmelser om tilbakevektning av den faktiske referanseindeksen.

Boks 2.2 forts.

I mandatet er det fastsatt flere *rammer* for forvaltningen av fondet, herunder for avvik fra den faktiske referanseindeksen. Mandatet inneholder også bestemmelser om maksimale eierandeler i enkeltelskaper og krav om at Norges Banks hovedstyre skal godkjenne både markeder og instrumenter som benyttes i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget.

Norges Bank har etablert interne *operative referanseporteføljer* som danner et skreddersydd utgangspunkt for bankens gjennomføring av forvaltningsoppdraget. I utformingen av de operative referanseporteføljene foretar banken ytterligere tilpasninger til fondets formål og særtrekk, blant annet ved å søke bredere risikospredning, høsting av systematiske risikopremier og håndtering av svakheter ved de valgte indeksproduktene. Formålet med den operative

referanseporteføljen er å oppnå et best mulig forhold mellom avkastning og risiko i fondet på lang sikt, innenfor rammene i forvaltningsmandatet.

- ¹ Investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi gjøres innenfor de miljørelaterte investeringsmandatene, se avsnitt 3.4.
- ² Referanseindeksen er stilt i bero og det blir ikke tatt inn nye markeder i indeksen inntil det er tatt stilling til rammeverket for og sammensetningen av fremvoksende aksjemarkeder i referanseindeksen, se avsnitt 3.1.
- ³ Når indeksen er justert for fri flyt betyr det at indeksvektene for enkeltelskaper justeres for eierandelene til store langsiktige eiere og ved krysseierskap. Justeringen medfører lavere eierandel i selskaper med stort innslag av langsiktige eiere.
- ⁴ Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index og Bloomberg Barclays Global Inflation Linked Bond Index (Series-L).

Norges Bank kun en mindre andel av den fastsatte rammen for avvik. Forvaltningen av SPU kan på denne bakgrunn betegnes som indekxnær. I tillegg til rammen for avvik fra referanseindeksen er det fastsatt flere supplerende risikorammer for forvaltningen, blant annet ramme for overlapp mellom aksjeportefølje og referanseindeksen. Ifølge Norges Bank har det vært mellom 80 pst. og 90 pst. overlapp de siste ti årene. Det innebærer at aksjeporteføljens aktive andel, som er et mål på i hvor stor grad en portefølje avviker fra en indeks, i denne periode har ligget mellom 10 pst. og 20 pst. Ifølge finansforskningen anses aksjefond med en aktiv andel under 20 pst. som et indeksfond.³

Løpende tilpasninger i sammensetningen av faktisk portefølje krever nærhet og kjennskap til markedene, og gjennomføringen av slike tilpasninger er derfor delegert til Norges Bank. Departementets krav i forvaltningsmandatet om miljørelaterte investeringer bidrar isolert sett til å trekke på rammen for avvik. Det gjør også kravet om at banken skal ta hensyn til statsfinansiell styrke i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene.

Mandatet åpner videre for at Norges Bank kan investere en mindre andel av SPU i unotert eiendom og i unotert infrastruktur for fornybar energi. I det unoterte markedet er det vanskeligere

å måle avkastning og styre risiko enn i det noterte markedet, og det eksisterer ingen referanseindekser som kan følges tett og til lave kostnader. Investeringene kan ikke på en enkel og kostnadseffektiv måte spres bredt gjennom små eierandeler i mange eiendommer eller infrastrukturprosjekter. Oppnådde resultater vil videre avhenge av forvalters fortrinn og konkrete valg av investeringer. De unoterte investeringene er inkludert i rammen for forventet relativ volatilitet, på lik linje med andre avvik fra referanseindeksen. Omfanget og innretningen av investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi bestemmes av Norges Bank innenfor de overordnede rammene fastsatt av departementet i forvaltningsmandatet.

2.1.7 Ansvarlig forvaltning

Departementet legger vekt på at Norges Bank skal forvalte SPU på en ansvarlig måte som tar hensyn til miljø, samfunnsforhold og god selskapsstyring. Det legges til grunn at en slik praksis henger sammen med målet om å oppnå høyest mulig avkastning over tid, og at det særlig gjelder for et stort, bredt diversifisert og langsiktig fond som SPU. Avkastningen av et slikt fond forventes over tid å gjenspeile den globale verdiskapingen. En ansvarlig forvaltning er også en forutsetning for bred oppslutning om forvaltningen av fondet i den norske befolkningen. Forventningene om at

³ Se Cremers, K. J. Martijn, and Antti Petajisto, 2009, How active is your fund manager? A new measure that predicts performance, *Review of Financial Studies* 22, 3329–3365.

fondet skal forvaltes ansvarlig gjelder innenfor den overordnede finansielle målsettingen.

Arbeidet med ansvarlig forvaltning er en integrert del av forvaltningen. Dette kommer til uttrykk både i forvaltningsmandatet til Norges Bank og gjennom retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper.

Arbeidet med ansvarlig forvaltning er nærmere omtalt i kapittel 6.

2.1.8 Kostnadseffektiv forvaltning

Med utgangspunkt i antagelsen om at det er vanskelig å systematisk oppnå høyere avkastning enn markedet, legges det vekt på å spre investeringene bredt og søke å minimere forvaltningskostnadene. Det vil bidra til lavere risiko og at avkastningen etter kostnader blir høyere. Det forventes at stordriftsfordeler i forvaltningen og fondets betydelige størrelse kan gi SPU et kostnadsfortrinn sammenlignet med andre investorer.

Flere sider ved fondets investeringsstrategi understøtter hensynet til lave kostnader i forvaltningen, herunder at fondet i all hovedsak er investert i noterte aksjer og omsettelige obligasjoner og at rammen for avvik fra referanseindeksen er begrenset. Videre bidrar fondets størrelse til at en kan utnytte stordriftsfordeler og bygge opp intern kompetanse. Generelt vil forvaltningskostnadene øke med graden av aktiv forvaltning, innslaget av unoterte investeringer og andelen av kapitalen som er forvaltet av eksterne forvaltere. Forvaltningskostnadene målt som andel av fondskapitalen vil typisk være lavere for et stort fond enn for et lite fond. Regelmessige sammenligninger som utføres av selskapet CEM Benchmarking Inc. viser at forvaltningskostnadene i SPU er lave, målt som andel av forvaltet kapital, sammenlignet med andre store fond, se omtale i avsnitt 2.2.7.

Finansdepartementet legger vekt på at forvaltningen av SPU skal være kostnadseffektiv. Samtidig er målet for forvaltningen av SPU høyest mulig avkastning etter kostnader. En vurdering av resultatene fra Norges Banks gjennomføring av forvaltningsoppdraget krever derfor at en ser både på kostnader og oppnådd avkastning over tid. Normalt vil en passiv indeksforvaltning ha lavere kostnader enn aktiv forvaltning, men det vil også være mindre rom for å søke meravkastning. En sammenligning av passiv og aktiv forvaltning må også ta hensyn til at avkastningen av referanseindeksen ikke kan oppnås kostnadsfritt. Det skyldes blant annet at det påløper transaksjonskostnader ved handel med verdipapirer.

2.1.9 Åpenhet i forvaltningen

SPU er et statlig eid fond. Det er viktig med tillit i befolkningen for at en skal kunne gjennomføre en god forvaltning av fondet over tid. Åpenhet er en forutsetning for at det skal være tillit til forvaltningen av fondet. Finansdepartementet legger i mandatet til Norges Bank vekt på at det skal være størst mulig åpenhet, innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget.

Departementet legger vekt på å sikre bred politisk oppslutning om fondets investeringsstrategi og rammene for forvaltningen. Bred oppslutning er en forutsetning for at en skal kunne holde fast ved den langsiktige strategien, også i perioder med uro i finansmarkedene. Viktige veivalg i forvaltningen av SPU forankres derfor i Stortinget, se boks 2.3.

2.2 Resultater

Dette avsnittet gjør rede for hovedtrekk ved resultatene fra forvaltningen av SPU i 2019, med utgangspunkt i Norges Banks årsrapportering. I tillegg til årsrapporten har Norges Bank publisert rapporter om ansvarlig forvaltning og avkastning og risiko. Disse publikasjonene og annen informasjon er tilgjengelige på bankens nettsider. Resultatene fra forvaltningen i første halvår 2020 omtales i avsnitt 2.2.8.

2.2.1 Markedsutvikling i 2019

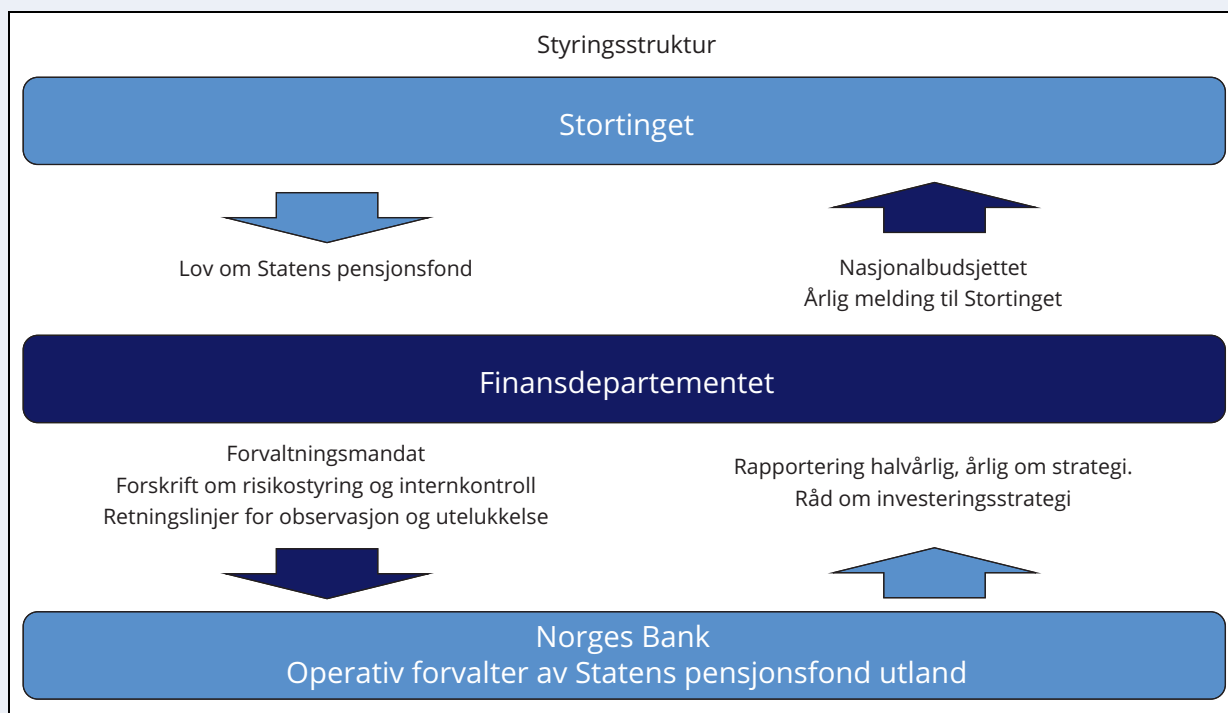
Veksten i den internasjonale økonomien falt noe i 2019. Spesielt var det svak utvikling innen global industriproduksjon og handel, mens andre sektorer hadde bedre utvikling. Svak vekst i selskaperes investeringer ble delvis kompensert ved relativt sterk forbruksvekst. Usikkerhet om handelskonflikten mellom USA og Kina og om Storbritannias utmelding av EU, bidro trolig til å redusere den økonomiske veksten. Mot slutten av året steg troen på at en skulle finne markedsvennlige løsninger på disse utfordringene. I kombinasjon med pengepolitiske lettelser og bedring i økonomiske nøkkeltall, bidro det til forventninger om høyere økonomisk vekst fremover.

Til tross for lav økonomisk vekst og økt global usikkerhet var avkastningen i finansmarkedene høy i 2019. Den svake økonomiske veksten og reduserte inflasjonsforventninger førte til lettelse i pengepolitikken. Lavere renter bidro til høy avkastning i obligasjonsmarkedet. Selv om bedriftene meldte om lavere inntjeningsvekst,

Boks 2.3 Rammeverk for forvaltningen av SPU

Stortinget, Finansdepartementet og Norges Bank har ulike roller i forvaltningen av SPU. Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond gitt Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av fondet. Norges Bank står for den operative gjennomføringen. En klar rolledeling mellom alle styringsnivåer i forvaltningen, fra Stortinget til den enkelte forvalter, tydeliggjør ansvar. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i styringskjeden, mens rapportering av resultater og risiko går oppover, se figur 2.3.

Regelverket og delegeringsfullmakter vil nødvendigvis være mer detaljert jo lenger ned i styringskjeden en kommer. Hvert ledd 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. Norges Banks representantskap rapporterer til Stortinget.



Figur 2.3 Styringsstruktur for SPU

Kilde: Finansdepartementet.

Behandlingen av de årlige fondsmeldingene er en viktig del av forankringen av viktige veivalg i forvaltningen av SPU. Bred forankring og god forståelse av risikoen i fondet legger til rette for at en kan holde fast ved investeringsstrategien over tid, også i perioder med uro i finansmarkedene. Styringsstrukturen legger til rette for at investeringsstrategien og risiko kan forankres hos eier, representert ved politiske myndigheter.

Forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet uttrykker den overordnede strategien for

investeringene og rammene for forvaltningen. Norges Bank er i mandatet pålagt å ta investeringsbeslutninger uavhengig av departementet. Uavhengigheten gjelder også ved utøvelsen av eierrettighetene som følger av investeringene. En slik arbeidsdeling har bred støtte i Stortinget. Se avsnitt 3.6 for omtale av endringer i styringsstrukturen i Norges Bank som følge av ny sentralbanklov som trådte i kraft ved årsskiftet.

bidro lavere renter i kombinasjon med utsikter til en løsning i handelskonflikten mellom USA og Kina til at aksjekursene steg i fjor. Avkastningen i det brede aksjemarkedet var i 2019 på 27 pst. målt i amerikanske dollar.⁴

Den økonomiske veksten i *euroområdet* svekket seg markert gjennom fjoråret, og det var tydelige tegn til at de økonomiske drivkreftene avtok. Global handelsuro, vedvarende usikkerhet om Storbritannias utmelding av EU og lavere etterspørsmål fra Kina bidro til å dempe aktivitetsveksten. Den europeiske sentralbanken reduserte styringsrenten og gjeninnførte kvantitative lettelse i løpet av fjoråret. Euroen svekket seg mot dollar. Til tross for svak økonomisk utvikling steg aksjekursene i Europa markert gjennom fjoråret. Avkastningen av europeiske aksjer i 2019 var 26 pst. målt ved aksjeindeksen FTSE Europe All Cap i lokal valuta.

Også i USA var den økonomiske veksten i fjor noe lavere enn i 2018. Den amerikanske sentralbanken reduserte styringsrenten tre ganger gjennom året, og stoppet reduksjonen i sin verdipapirbeholdning. Det førte til fall i korte og lange renter og bidro, i kombinasjon med lav arbeidsledighet og fortsatt positiv vekst i sysselsettingen, til relativt god forbruksvekst og høyere aktivitet i boligmarkedet. Nord-Amerika var aksjemarkedet med høyest avkastning i fjor, med en avkastning på 31 pst. målt ved aksjeindeksen FTSE North-Americas All Cap.

Kina opplevde den svakeste økonomiske veksten siden tidlig på 1990-tallet. Uro rundt forhandlingene om en handelsavtale med USA og nedgang i indikatorer for industriaktivitet førte til lavere avkastning i Kina og andre fremvoksende markeder. I Kina var veksten i realinvesteringene svak, og fall i bilsalget bidro til lav forbruksvekst. Den kinesiske valutaen (renminbi) svekket seg mot dollar. Avkastningen av kinesiske aksjer var 22 pst. i 2019, målt ved aksjeindeksen FTSE China All Cap og i lokal valuta.

2.2.2 Markedsverdi

I løpet av 2019 økte verdien av SPU med 1 832 mrd. kroner, til 10 084 mrd. kroner, se figur 2.4A.⁵ Verdiøkningen skyldes i hovedsak positiv avkastning i finansmarkedene, se figur 2.4B. Den norske kronen svekket seg mot fondets valutakurv, noe som bidro til å øke verdien av fondet målt i norske kroner. Endringer i kronekursen påvirker imidlertid ikke fondets internasjonale

kjøpekraft. Figur 2.4C viser de nominelle bidragene til fondets verdi siden det første innskuddet i 1996.

Ved utgangen av 2019 var investeringene fordelt med 7 145 mrd. kroner i aksjer, 2 670 mrd. kroner i obligasjoner og 273 mrd. kroner i unotert eiendom. Figur 2.4D viser den prosentvise fordelingen av fondets investeringer på aksjer, obligasjoner og unotert eiendom ved utgangen av 2019.

2.2.3 Avkastning

Avkastningen av SPU i 2019 var 19,9 pst. før fradrag for forvaltningskostnader.⁶ Det var positiv avkastning for både aksjer, obligasjoner og unotert eiendom. De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig nominell avkastning vært 5,6 pst., se tabell 2.1.

Aksjer

Aksjeporteføljen fikk i 2019 en avkastning på 26,0 pst.⁷ Aksjeinvesteringene i Nord-Amerika steg mer enn fondets europeiske aksjeinvesteringer, målt i fondets valutakurv. SPU har en høyere andel europeiske aksjer og lavere andel amerikanske aksjer enn det som følger av globale markedsindekser. Det bidro til at avkastningen av SPU aksjeindeks i 2019 var 1,2 prosentenheter lavere enn en indeks basert på friflytjusterte markedsvekter.⁸ Slike avkastningsforskjeller vil kunne variere betydelig fra år til år. De siste tre årene har en høyere andel i europeiske aksjer og en lavere andel i nordamerikanske aksjer bidratt til å redusere avkastningen av referanseindeksen for aksjer med om lag 0,6 prosentenheter årlig. Samtidig bidro en høyere andel i europeiske aksjer til å redusere de månedlige svingningene i avkastningen av SPU aksjeindeks. Departementet har vurdert sammensetningen av referanseindeksen for aksjer, herunder den geografiske fordelingen, se omtale i avsnitt 3.1 og temaartikkel i kapittel 7.

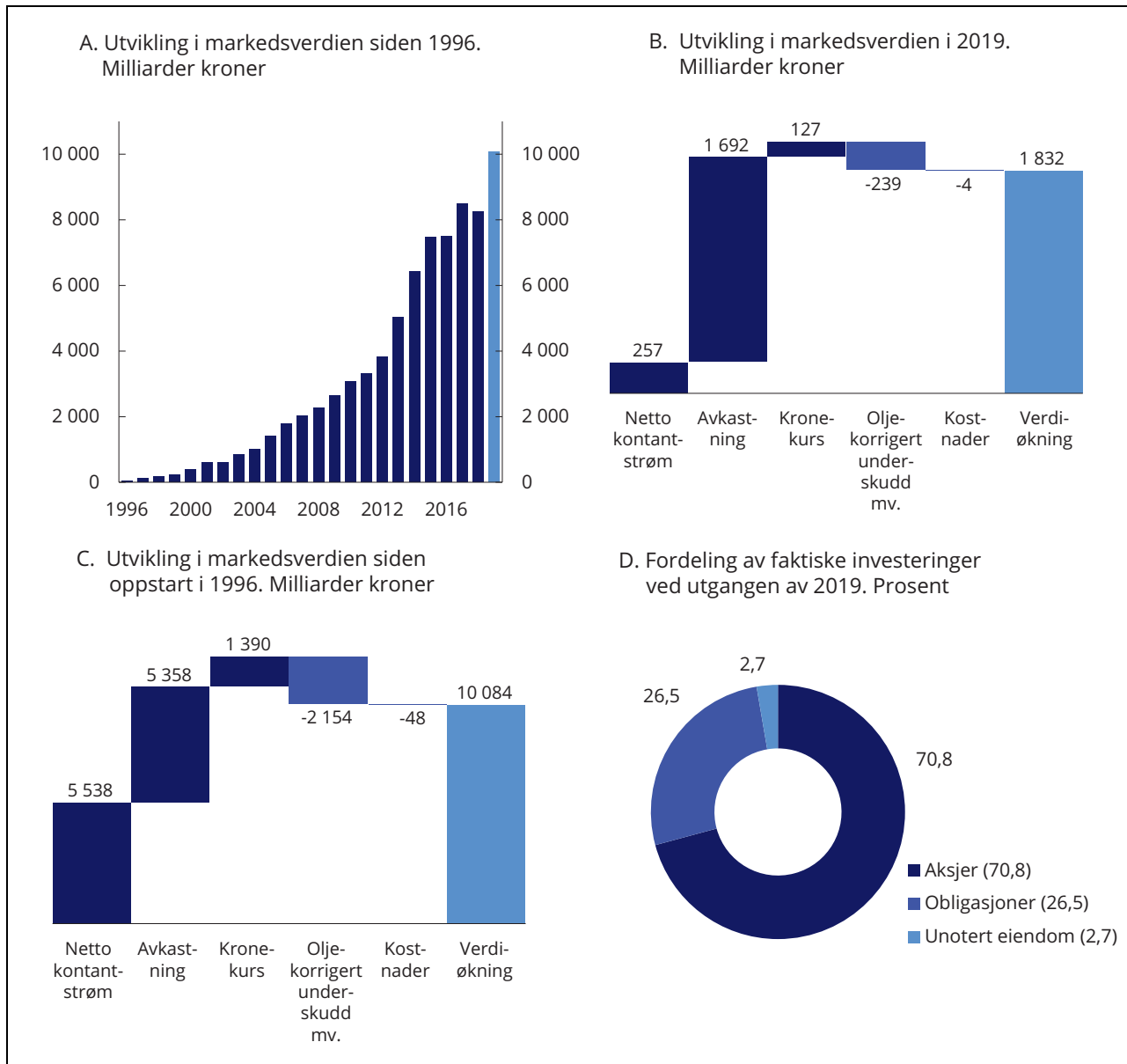
⁴ Målt ved den globale aksjeindeksen FTSE Global All Cap.

⁵ I beretningsdelen av årsrapporten for SPU oppgir Norges Bank en markedsverdi av investeringene på 10 088 mrd. kroner. Tallet er før fratrukk for forvaltningskostnader for 2019. Etter fratrukk for slike kostnader var verdien av fondet 10 084 mrd. kroner, se tabell 5 i årsrapporten for SPU og i rapportens «Oppstilling av endringer i eiers kapital» i regnskapsrapporteringen.

⁶ Alle avkastningstall i dette avsnittet er målt i fondets valutakurv. I vedlegg 2 til denne meldingen er årlig avkastning av fondet også oppgitt i andre valutaer enn valutakurven.

⁷ Inkludert notert eiendom.

⁸ Sammenligning mellom SPU referanseindeks og FTSE Global All Cap uten Norge og Sauder-Arabia og justert for SPU's etiske uttrekk.



Figur 2.4 Utvikling i markedsverdien av SPU og fordeling av faktiske investeringer ved utgangen av 2019

Kilder: Norge Bank og Finansdepartementet.

Ved utgangen av 2019 var 134 selskaper utelukket fra SPUs referanseindeks som følge av fondets etiske retningslinjer. Både i enkeltår og over tid kan dette bidra til å øke eller redusere avkastningen av referanseindeksen. Etiske utelukkelse bidro i 2019 til å øke avkastningen av referanseindeksen for aksjer med 0,03 prosentenheter. Siden 2006 har derimot utelukkelsene på årlig basis bidratt til å redusere avkastningen med 0,04 prosentenheter. Det er i hovedsak de produktbaserte utelukkelsene av tobakk og enkelte typer våpen som har bidratt negativt, mens de adferdsbaserte utelukkelsene har bidratt positivt.

De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig avkastning av aksjeporteføljen vært 5,0 pst.

Obligasjoner

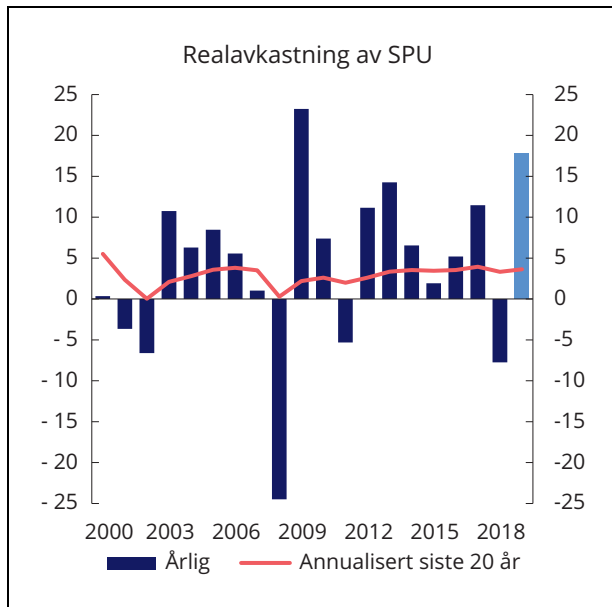
SPUs obligasjonsportefølje hadde i fjor en avkastning på 7,6 pst. Selskapsobligasjoner ga høyest avkastning etterfulgt av statsobligasjoner, mens pantesikrede obligasjoner hadde lavest avkastning. De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig avkastning av obligasjonsporteføljen vært 4,8 pst.

Tabell 2.1 Avkastning av SPU i 2019, siste 3, 5, 10 og 20 år, målt i fondets valutakurv. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2019	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år ¹
<i>SPU</i>					
Portefølje	19,95	8,57	7,05	7,83	5,63
Referanseindeks	19,72	8,40	6,82	7,59	5,42
Meravkastning (prosentenheter)	0,23	0,18	0,23	0,24	0,20
<i>Aksjer</i>					
Aksjeportefølje ²	26,02	10,86	8,99	9,84	4,95
Referanseindeks	25,65	10,79	8,75	9,63	4,64
Meravkastning (prosentenheter)	0,37	0,06	0,24	0,21	0,31
<i>Herav finansiering av eiendomsinvesteringer</i>	-0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Herav overvekt i notert eiendom</i>	-0,10	-0,05	-0,03	-0,01	-0,01
<i>Herav andre avvik</i>	0,51	0,11	0,27	0,23	0,32
<i>Obligasjoner</i>					
Obligasjonsportefølje	7,56	3,77	3,18	4,05	4,76
Referanseindeks	7,35	3,56	3,07	3,86	4,61
Meravkastning (prosentenheter)	0,21	0,21	0,11	0,19	0,15
<i>Herav finansiering av eiendomsinvesteringer</i>	0,10	0,05	0,03	0,01	0,01
<i>Herav andre avvik</i>	0,11	0,16	0,08	0,17	0,15
<i>Unotert eiendom</i>					
Unotert eiendomsportefølje ³	6,84	7,30	6,49	6,32	
Aksjer og obligasjoner som er solgt	13,02	5,73			
<i>Realavkastning</i>					
Inflasjon	1,80	1,79	1,54	1,68	1,83
Forvaltningskostnader	0,05	0,05	0,05	0,06	0,08
Netto realavkastning	17,78	6,61	5,38	5,98	3,64

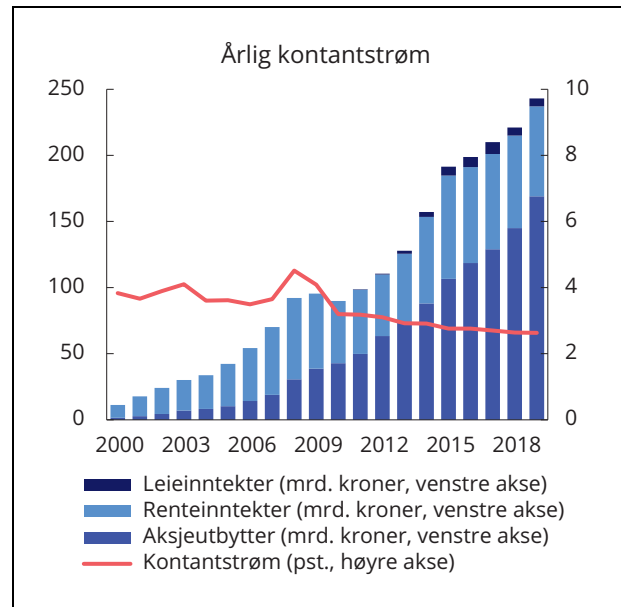
¹ Aksjeporteføljen inkluderer fra og med 2017 noterte eiendomsinvesteringer.² Den første eiendomsinvesteringen ble gjennomført i første kvartal 2011. Avkastning siste ti år er annualisert avkastning fra og med 1. april 2011.³ Den unoterte eiendomsporteføljen inkluderer i perioden 2014–2016 også noterte eiendomsinvesteringer.

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 2.5 Realavkastning av SPU etter fradrag for forvaltningskostnader, målt i fondets valutakurv. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 2.6 Utvikling i årlig kontantstrøm i SPU. Målt i milliarder kroner og som andel av gjennomsnittlig fondsverdi

Kilde: Norges Bank.

Unotert eiendom

Avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje i 2019 var 6,8 pst. Avkastningen påvirkes hovedsakelig av leieinntekter og verdiendringer på eiendom og gjeld, som i fjor bidro med henholdsvis 3,6 og 3,1 prosentenheter. Fra fondets første eiendoms kjøp i 2011 frem til og med 2019 har gjennomsnittlig årlig avkastning av den unoterte eiendomsporteføljen vært 6,3 pst.⁹

Realavkastning og løpende inntekter fra forvaltningen

Realavkastning etter fradrag for forvaltningskostnader i 2019 var 17,8 pst., se figur 2.5. De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig netto realavkastning vært 3,6 pst.

Obligasjonsinvesteringene gir løpende renteinntekter til fondet. Også aksjeinvesteringene og unoterte eiendomsinvesteringer gir løpende inntekter, i form av henholdsvis utbyttebetalinger og leieinntekter. I 2019 var summen av disse løpende inntektene i SPU 243 mrd. kroner, tilsvarende om lag 2,6 pst. av gjennomsnittlig markedsverdi av SPU, se figur 2.6.

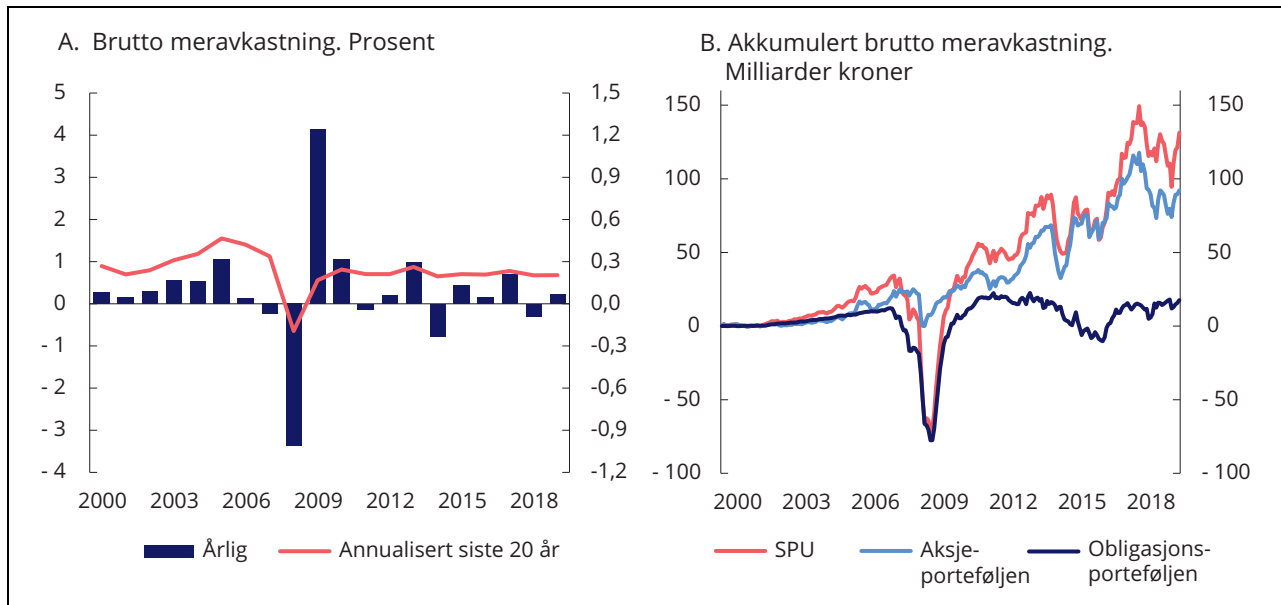
2.2.4 Meravkastning i forvaltningen

Norges Bank står for den operative gjennomføringen av forvaltningen av SPU, og avviker fra referanseindeksen innenfor de rammer som er fastsatt av Finansdepartementet i mandatet for SPU. Formålet med slike avvik er blant annet å oppnå meravkastning, og å legge til rette for en kostnadseffektiv gjennomføring av investeringsstrategien. Referanseindeksen består kun av aksjer og obligasjoner. Norges Bank kan i tillegg velge å investere deler av fondet i unotert eiendom og i unotert infrastruktur for fornybar energi. Banken oppgir at slike avvik blant annet har som mål å oppnå en bedre diversifikasjon av investeringene enn det som følger av referanseindeksen fastsatt av departementet. Banken har definert tre hovedstrategier i forvaltningen: allokering, verdipapirvalg og markedseksposering, se boks 2.4.

SPUs investeringer var ved utgangen av 2019 fordelt på en aksjeportefølje, en obligasjonsportefølje og en portefølje av unotert eiendom. Avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljene måles mot sine respektive referanseindekser. Den unoterte eiendomsporteføljen har ingen referanseindeks, men måles mot et bredt sett av avkastningsmål.

Fondets investeringer i eiendom er finansiert med salg av aksjer og obligasjoner tilpasset valu-

⁹ Inkluderer noterte eiendomsinvesteringer i perioden 2014 til 2016.



Figur 2.7 Brutto meravkastning (differanseavkastning) av Norges Banks forvaltning

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

taen som eiendomsinvesteringene gjøres i. Det innebærer at de gjenværende aksje- og obligasjonsporteføljene får en noe annen valuta- og markedssammensetning enn referanseindeksene for aksjer og obligasjoner. Det påvirker meravkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljene. I tabell 2.1 er effekten av finansieringen skilt ut for differanseavkastningen av henholdsvis aksje- og obligasjonsinvesteringene. Norges Banks eiendomsforvaltning innebærer at fondet har en overvekt mot noterte eiendomsaksjer. Effekten av denne overvekten er også skilt ut i tabellen. Gjenværende differanseavkastning skyldes andre avvik som tas i aksje- og obligasjonsporteføljene.

Fra og med 2017 inngår investeringer i unotert eiendom i bankens avvik fra referanseindeksen. I perioden frem til og med 2016 er det kun fondets samlede aksje- og obligasjonsportefølje som er med i beregninger av meravkastning.

Samlet meravkastning

I 2019 var den samlede avkastningen av fondets investeringer 0,23 prosentenheter høyere enn referanseindeksens avkastning, se figur 2.7A. Denne meravkastningen tilsvarer om lag 19 mrd. kroner.¹⁰ Meravkastningen i 2019 er i hovedsak oppnådd

innen aksje- og obligasjonsporteføljene, mens investeringene i unotert eiendom bidro til å redusere meravkastningen. Fordelt på bankens hovedstrategier var det verdipapirvalg og markedseksponering som bidro positivt til meravkastningen, mens allokering bidro negativt. Tabell 2.2 viser bidragene fra de ulike investeringsstrategiene til samlet meravkastning.

De siste 20 årene har Norges Bank oppnådd en årlig gjennomsnittlig meravkastning på 0,20 prosentenheter. Det tilsvarer anslagsvis 132 mrd. kroner, se figur 2.7B. Samlet meravkastning i denne perioden etter at totale forvaltningskostnader er trukket fra, tilsvarer 84 mrd. kroner. Siden det ville påløpt kostnader også ved passiv forvaltning, kan dette beløpet anses som et nedre anslag på verdiskapingen i forvaltningen av fondet.

I perioden 2013–2019 bidro verdipapirvalg og markedseksponering mest positivt til meravkastningen, mens allokering bidro negativt, se tabell 2.3. Aksjeforvaltningen ga det største bidraget til meravkastningen i denne perioden, men også eiendomsforvaltningen bidro positivt. Obligasjonsforvaltningen ga et lite, negativt bidrag.

Aksjer

Avkastningen av aksjeporteføljen i 2019 var 0,37 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for aksjer. Overvekten i noterte eiendomsaksjer og effekten av finansieringen av eiendoms kjøp reduserte avkastningen av aksje-

¹⁰ Brutto meravkastning i mrd. kroner er beregnet ved å multiplisere meravkastningen i hver måned med kapitalen ved inngangen til måneden. Deretter summeres meravkastningene for alle månedene.

porteføljen med henholdsvis 0,10 og 0,04 prosentenheter i 2019. Når disse effektene trekkes fra, oppnådde aksjeforvaltningen en meravkastning på 0,51 prosentenheter.

Allokeringsstrategien bidro negativt til aksjeporteføljens avkastning. Selskaper med dominerende eiere har en lavere vekt i referanseindeksen enn det markedsverdien skulle tilsi. En av bankens allokeringsstrategier går ut på å reversere denne effekten noe, og vekte selskapene nærmere markedsvekter. I 2019 bidro dette negativt til aksjeporteføljens avkastning. Aksjeporteføljen fikk også en mindreavkastning av å investere mer i verdiselskaper enn det som følger av referanseindeksen. Banken har siden 2012 solgt seg ut av 282 selskaper som følge av risikovurderinger knyttet til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring. I 2019 bidro disse nedsalgene positivt til avkastningen av aksjeporteføljen. Investeringene i miljørelaterte mandater bidro også positivt. Innen verdipapirvalg bidro både de interne og de eksterne forvalterne positivt til meravkastningen. Strategier for markedseksponeering, hvor blant annet verdipapirutlån er inkludert, bidro også positivt til meravkastningen innen aksjeforvaltningen.

Hovedstyret evaluerer regelmessig bankens strategiske planer, herunder hvordan forvaltningsoppdraget løses og i hvilken grad målene i strategiplanen nås. Norges Bank har i brev 2. juni 2020 gjort rede for gjennomføringen av forvaltningen i strategiperioden for 2017–2019.¹¹ Hovedstyret peker på at forvaltningen i hovedsak er gjennomført i tråd med målene i strategiperioden. I evalueringen av forvaltningsresultaten trekker hovedstyret frem at både markedseksponeering og verdipapirseleksjon har bidratt positivt til meravkastningen, mens bidraget fra allokering har vært negativt i perioden 2013–2019. Hovedstyret viser til at allokering er en sammensatt gruppe delstrategier, og peker på at noen av delstrategiene søker å bidra til høyere meravkastning, andre til økt diversifisering eller kostnadseffektive tilpasninger til endringer i investeringsuniverset.

De siste 20 årene har avkastningen av fondets aksjeinvesteringer vært 0,31 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for aksjer. Finansieringen av eiendom har i denne perioden hatt liten effekt.

Norges Bank har fra 2013 målt bidraget til fondets samlede meravkastning fra ulike strategier, se tabell 2.4. I denne perioden har allokeringsstrategier bidratt negativt, mens verdipapirvalg og

strategier for markedseksponeering har bidratt positivt.

Obligasjoner

Avkastningen av obligasjonsporteføljen i 2019 var 0,21 prosentenheter høyere enn avkastningen av obligasjonsindeksen. Obligasjonene som er solgt for å finansiere eiendomskjøp hadde lavere avkastning enn snittet av andre obligasjoner. Avkastningen av obligasjonsporteføljen ble anslagsvis 0,10 prosentenheter høyere ved ikke å være investert i disse obligasjonene. Fratrasket denne effekten oppnådde renteforvaltningen en meravkastningen på 0,11 prosentenheter.

Det var strategier for markedseksponeering som ga det største bidraget til meravkastningen i obligasjonsporteføljen, mens verdipapirvalg bidro negativt. Bidraget fra allokeringsstrategien var nær null. At obligasjonsporteføljen hadde en høyere andel verdipapirer med kort gjenværende løpetid enn referanseindeksen bidro negativt, mens en overvekt i noen fremvoksende markeder bidro positivt.

De siste 20 årene har avkastningen av fondets obligasjonsinvesteringer vært 0,15 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for obligasjoner. Finansieringen av eiendom har i denne perioden hatt liten effekt.

Siden 2013 har allokeringsstrategier innen obligasjonsforvaltningen bidratt negativt til samlet meravkastning for fondet, verdipapirvalg har gitt et bidrag nær null, mens strategier for markedseksponeering har bidratt positivt.

Unotert eiendom

Avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje kan måles mot flere avkastningsmål. Unotert eiendom kan finansieres ved å selge litt av alle aksjer og obligasjoner som inngår i referanseindeksen, og i samme forholdstall som i indeksen. Det innebærer en finansiering som består av om lag 70 pst. aksjer og 30 pst. obligasjoner. En sammenligning av avkastningen med fondets referanseindeks ville da være naturlig, noe som i 2019 ville gitt en mindreavkastning på 12,9 prosentenheter. En slik finansiering ville de siste tre årene gitt en gjennomsnittlig årlig mindreavkastning på 1,1 prosentenheter.

Norges Bank oppgir at de har solgt vesentlig mer obligasjoner og tilsvarende mindre aksjer for å finansiere de unoterte eiendomsinvesteringene enn fordelingen i referanseindeksen.¹² Finansieringen har også en annen markeds- og valutasam-

¹¹ Brevet er tilgjengelig på departementets nettsider.

Tabell 2.2 Bidrag til brutto meravkastning fra de ulike investeringsstrategiene i 2019. Prosentenheter

	Aksjer	Obligasjoner	Eiendom	Aktivafor- deling	Totalt
Allokeringsstrategier	0,02	0,00	-0,16	0,02	-0,12
Verdipapirvalg	0,19	-0,03			0,16
<i>Interne strategier</i>	0,16	-0,03			0,13
<i>Eksterne strategier</i>	0,03				0,03
Markedsekspone- ring	0,13	0,06		0,00	0,19
<i>Totalt</i>	0,33	0,03	-0,16	0,02	0,23

Kilde: Norges Bank.

menstning. Verdipapirene som inngår i finansieringen fikk i 2019 en avkastning på 13,0 pst. Det er 6,2 prosentenheter mer enn avkastningen av de unoterte eiendomsinvesteringene.¹³ En må forvente at denne differanseavkastningen vil svinge betydelig over tid, og mer enn det som er normalt for aksje- og obligasjonsporteføljene. I perioden 2017–2019 har de unoterte eiendomsinvesteringene hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning som er 1,6 prosentenheter høyere enn avkastningen av verdipapirene som er solgt.

Avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje sammenlignes også med den globale IPD-indeksen for eiendom. Indeksen utarbeides av indeksleverandøren MSCI og foreligger først med et tidsetterslep, siden den er basert på innrapporterte tall fra et stort antall eiendomsinvesto-

rer. Den siste beregningen av indeksen er fra 2018.

Norges Bank oppgir at avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje i 2018 var 7,9 pst. etter MSCIs beregningsmetode. Det var 0,1 prosentenheter høyere enn avkastningen av den globale IPD-indeksen justert for transaksjonskostnader. SPUes unoterte eiendomsinvesteringer har en annen land- og sektorsammensetning enn IPD-indeksen. Når en justerer for disse forskjellene, viser Norges Banks beregninger at fondets unoterte eiendomsinvesteringer oppnådde en meravkastning på 0,5 prosentenheter.

I perioden fra 2011 til 2018 var avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje med MSCIs beregningsmetode 8,2 pst. Det var på samme nivå som avkastningen av den globale IPD-indeksen i samme periode.

Norges Bank har også sammenlignet avkastningen av de unoterte eiendomsinvesteringene med en global indeks av noterte eiendomsselskaper.¹⁴ Avkastningen av denne indeksen var i 2019

¹⁴ FTSE Global All Cap index Real Estate.

¹² Ved utgangen av 2019 bestod finansieringen av 34 pst. aksjer og 66 pst. obligasjoner.

¹³ Fondets samlede noterte og unoterte eiendomsinvesteringer finansieres på samme måte som unoterte eiendommer, men med en noe annen vektning av aksjer og obligasjoner. I 2019 var avkastningen av de noterte og unoterte eiendomsinvesteringene 3,9 prosentenheter lavere enn avkastningen av finansieringen.

Tabell 2.3 Bidrag til brutto meravkastning fra de ulike investeringsstrategiene i perioden 2013–2019. Prosentenheter

	Aksjer	Obligasjoner	Eiendom	Aktivafor- deling	Total
Allokeringsstrategier	-0,06	-0,08	0,01	0,02	-0,10
Verdipapirvalg	0,11	0,00			0,11
<i>Interne strategier</i>	0,02	0,00			0,02
<i>Eksterne strategier</i>	0,09				0,09
Markedsekspone- ring	0,10	0,07		0,00	0,18
<i>Totalt</i>	0,15	-0,01	0,01	0,03	0,19

Kilde: Norges Bank.

Boks 2.4 Norges Banks forvaltningsstrategier

Allokeringsstrategiene innebærer blant annet å sette sammen en intern referanseportefølje som banken anser er bedre tilpasset fondets særtrekk enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Banken oppgir at de søker å oppnå en mer diversifisert referanseportefølje ved å inkludere flere markeder og markedssegmenter, og forbedre avkastningen ved å inkludere eksponering mot systematiske faktorstrategier. Den interne referanseporteføljen inneholder også strategier for kostnadseffektiv implementering av endringer i indeksen, som for eksempel da aksjeandelen ble økt fra 62,5 pst. til 70 pst. Formålet med referanseporteføljen er å oppnå et best mulig forhold mellom avkastning og risiko på lang sikt, innenfor rammene i mandatet. Allokeringsstrategiene omfatter også investeringene innenfor unotert eiendom. For å finansiere kjøp av unotert eiendom må banken selge aksjer og obligasjoner. For at fondets samlede valuta- og markedseksponering ikke skal endres, selger banken som regel aksjer og obligasjoner i samme valuta og mar-

ked som eiendommen kjøpes i. Banken har også valgt å ha en større andel av fondet investert i noterte eiendomsselskaper og eiendomsfond enn det som følger av referanseindeksen for aksjer. Banken finansierer disse investeringene på samme måte som unotert eiendom.

Verdipapivalg innebærer at interne forvaltere i Norges Bank eller eksterne forvaltere analyserer selskaper for å vurdere om fondet skal investere mer eller mindre i disse, sammenlignet med vektene i referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Målet med avvikene er å oppnå en høyere avkastning enn det som følger av referanseindeksen.

Markedseksponeringstrategiene skal sørge for at ønsket markeds- og risikoeksponering, som følger av øvrige investeringsstrategier, gjennomføres på en kostnadseffektiv måte. Forvaltningen av de brede aksje- og obligasjonsporteføljene, gjennomføring av løpende handel med verdipapirer samt håndtering av kontanter, valuta og verdipapirutlån inngår i disse strategiene.

på 25,2 pst. Risikoen ved å investere i tråd med denne indeksen kan samtidig avvike betydelig fra risikoen i fondets portefølje av unotert eiendom.

Norges Bank har også valgt å ha en høyere andel noterte eiendomsinstrumenter enn det som følger av referanseindeksen for aksjer. Dette gjøres som en del av bankens eiendomsforvaltning. Norges Bank peker på at bygningene det investeres i gjennom de *noterte* instrumentene, langs flere dimensjoner har likhetstrekk med SPU's *unoterte* eiendomsinvesteringer. Fondets noterte eiendomsinvesteringer fikk i 2019 en avkastning på 20,9 pst. Banken finansierer også de noterte eiendomsinvesteringene ved å selge aksjer og obligasjoner.¹⁵ I 2019 var avkastningen av verdipapirene som inngår i finansieringen 17,1 pst.

Miljørelaterte investeringsmandater

I SPU er det etablert særskilte mandater for miljørelaterte investeringer, se omtale i avsnitt 3.4.

Investeringene gjennomføres som en del av Norges Banks forvaltning innenfor rammene i mandatet, og trekker derfor på rammen for avvik fra referanseindeksen. Miljømandatene innebærer at SPU investeres relativt mer i miljørettede selskaper og bransjer enn det som følger av fondets referanseindeks.

Ved utgangen av 2019 var 79 mrd. kroner investert i disse mandatene, fordelt på 17 mrd. kroner i obligasjoner og 62 mrd. kroner i aksjer. Avkastningen av de miljørelaterte aksjeinvesteringene var 35,8 pst. i 2019. Det er både høyere enn avkastningen av sammenlignbare indekser og av aksjene som er solgt for å finansiere investeringene. I perioden fra 2010 til utgangen av 2019 oppnådde de miljørelaterte aksjeinvesteringene en gjennomsnittlig årlig avkastning på 7,3 pst. Det er høyere enn avkastningen av verdipapirene som inngår i finansieringen, men lavere enn avkastningen av fondets referanseindeks for aksjer.

¹⁵ Ved utgangen av 2019 bestod finansieringen av 57 pst. aksjer og 43 pst. obligasjoner.

2.2.5 Risiko og rammer

Absolutt risiko

Norges Bank har i årsrapporten for SPU i 2019 beregnet at de *forventede årlige svingningene* av fondets investeringer ved utgangen av 2019 var 7,7 pst., eller om lag 780 mrd. kroner, målt ved standardavvik og basert på tre års prishistorikk. Det er en nedgang fra 8,6 pst. ved inngangen til året. Norges Bank peker på at nedgangen i hovedsak skyldes mindre prissvingninger i markedene de tre foregående årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2018. Under en antakelse om normalfordelte avkastningstall vil svingningene i ett av tre år være større enn ett standardavvik.

Under finanskrisen i 2008 falt aksjekursene i det globale aksjemarkedet med om lag 40 pst. målt i fondets valutakurv. Dersom et tilsvarende fall skulle inntreffe nå, ville verdifallet i fondets aksjeportefølje vært i størrelsesorden 2 900 mrd. kroner. Alt annet like ville det redusert fondets markedsverdi til om lag 7 200 mrd. kroner.

Analyser av de *historiske svingningene* basert på månedlige avkastningstall viser at fondet i 2019 svingte noe mer enn referanseindeksen. Svingningene i aksjeporteføljen var høyere enn i aksjeindeksen, mens svingningene i obligasjonsporteføljen var marginalt lavere enn i obligasjonsindeksen.

Historisk har svingningene variert over tid og økt i perioder med stor usikkerhet i markedet. De målte svingningene har som regel vært noe høyere i fondet enn i referanseindeksen, se figur 2.8A. Avvikene som tas i forvaltningen er likevel relativt små, og det er i hovedsak sammensetningen av referanseindeksen som bestemmer risikonivået i fondet.

Relativ risiko

Norges Bank utnyttet i 2019 en mindre andel av rammen for avvik fra indeksen. Denne rammen angis ved *forventet relativ volatilitet*, som uttrykker hvor mye avkastningen av SPU forventes å kunne avvike fra referanseindeksen i et normalår. Rammen er i mandatet satt til 1,25 prosentenheter. Banken har beregnet forventet relativ volatilitet ved utgangen av året til 0,33 prosentenheter. Gitt fondets markedsverdi på vel 10 000 mrd. kroner innebærer det at en i ett av tre år må forvente at meravkastningen svinger mer enn 33 mrd. kroner. Forventet relativ volatilitet beregnes blant annet med utgangspunkt i prishistorikk fra finansmarkedene de siste tre årene. Lave svingninger i markedet i de siste årene til og med 2019, bidrar til lav beregnet forventet relativ volatilitet ved utgangen av året. I publikasjonen om avkastning og risiko trekker Norges Bank frem at den forventede relative volatiliteten basert på historikk fra januar 2007 til utgangen av 2019 var 0,48 prosentenheter.

Ifølge Norges Bank bidro allokeringsstrategier mest til den forventede relative risikoen i SPU ved utgangen av 2019, se tabell 2.4. Investeringer i notert og unotert eiendom sto for en stor del av dette, men også allokeringsstrategier innen aksje- og renteforvaltningen bidro. Verdipapirvalg ga det nest høyeste bidraget til forventet relativ risiko i 2019, og de interne strategiene bidro mer enn de eksterne. Av de tre hovedstrategiene hadde markedseksposering det laveste bidraget til forventet relativ risiko.

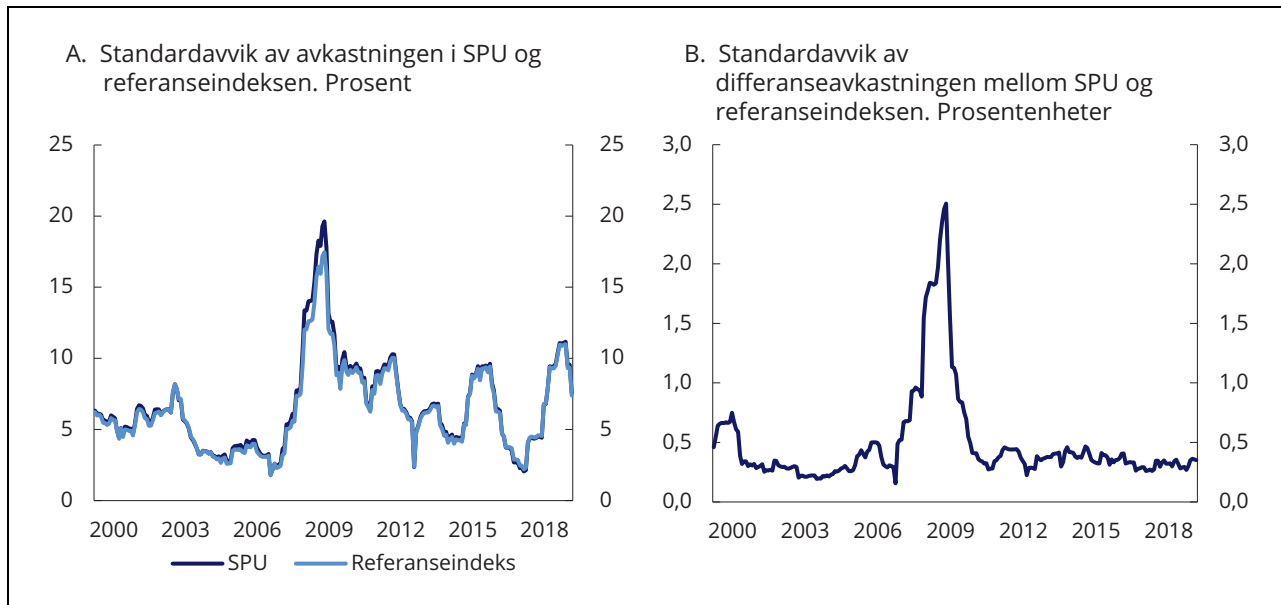
Basert på månedlig utvikling i oppnådd meravkastning i 2019 er *realisert relativ volatilitet* for fondet beregnet til 0,35 prosentenheter. Figur 2.8B viser utviklingen av realisert relativ volatilitet over tid.

Tabell 2.4 Bidrag til forventet relativ volatilitet fra de ulike investeringsstrategiene ved utgangen av 2019. Basispunkter¹

	Aksjer	Obligasjoner	Eiendom	Aktivafordeling	Totalt
Allokeringsstrategier	10	7	27	0	31
Verdipapirvalg	9	2			9
<i>Interne strategier</i>	7	2			7
<i>Eksterne strategier</i>	5				5
Markedseksposering	5	2		0	6
Totalt	16	8	27	0	33

¹ Hver strategi er målt isolert mens de øvrige strategiene er holdt i tråd med indeksen.

Kilde: Norges Bank.



Figur 2.8 Rullerende tolvmåneders standardavvik i avkastningen av SPU¹ og referanseindeksen samt differanseavkastningen, målt i valutakurven

¹ Aksje- og obligasjonsporteføljene frem til og med 2016, hele fondet fra og med 2017.

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Ekstremavviksrisiko

Forventet ekstremavviksrisiko måler hvor stort negativt avvik som kan forventes mellom avkastningen av SPU og referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet i ekstreme tilfeller. Anslaget er basert på avvikene mellom dagens portefølje og referanseindeks, samt markedsutviklingen siden 2007. Ved utgangen av 2019 var ekstrem avviksrisikoen beregnet til 1,5 prosentenheter målt på årlig basis, som er godt innenfor rammen på 3,75 prosentenheter fastsatt av hovedstyret. Det innebærer at en i ett av 40 år må forvente en mindreavkastning på drøyt 150 mrd. kroner.

Kredittrisiko

Obligasjonene som inngår i referanseindeksen til SPU er tilordnet en kredittkarakter fra minst ett av de store kredittvurderingsbyråene. Denne karakteren indikerer hvor sannsynlig det er at låntaker vil være i stand til å betale rentekostnadene og tilbakebetale lånet. Andelen obligasjoner i fondet med de to høyeste kredittkarakterene, AAA¹⁶ og

AA var ved utgangen av 2019 58 pst. Det er noe høyere enn ved inngangen til året.

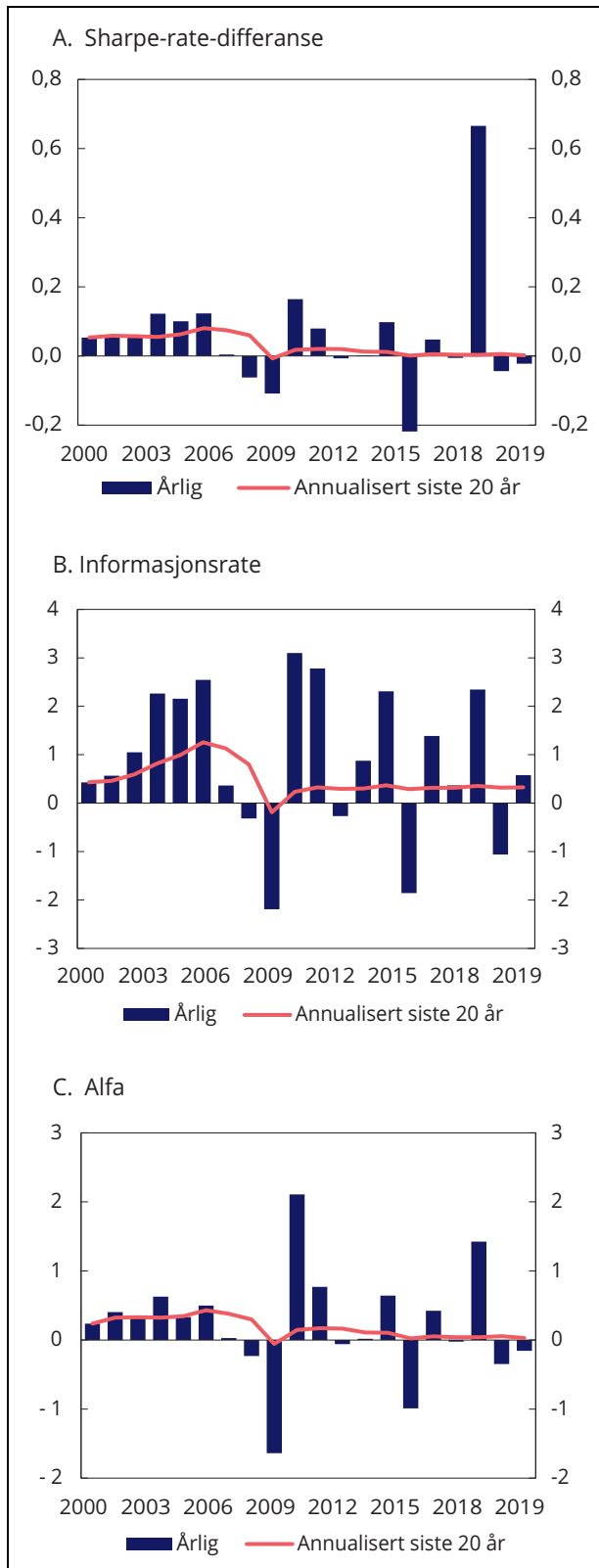
Obligasjoner med svak kredittkarakter, såkalte høyrenteobligasjoner, inngår ikke i referanseindeksen til SPU. Det er likevel åpnet for at SPU kan være investert i slike obligasjoner, slik at banken ikke tvinges til å selge obligasjoner som nedgraderes, men kan holde disse til forfall. I henhold til mandatet fra Finansdepartementet skal forvaltningen innrettes med sikte på at slike obligasjoner ikke utgjør mer enn 5 pst. av markedsverdien av obligasjonsporteføljen. Ved utgangen av 2019 utgjorde andelen høyrenteobligasjoner 1,8 pst. av fondets obligasjonsportefølje, ned fra 2,2 pst. ved inngangen til året.

Kredittkvaliteten i obligasjonsporteføljen ble totalt sett noe bedret i løpet av fjoråret, målt ved gjennomsnittlig kredittkarakter.

Enkeltinvesteringer

Fondets rolle er å være en finansiell investor, og det er et mål å spre risikoen på mange ulike verdipapirer. Finansdepartementet har fastsatt at fondet maksimalt kan eie 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap, med unntak for noterte og unoterte eiendomsselskaper og unoterte infrastrukturetselskaper innen fornybar energi. Hovedstyret i Norges Bank skal fastsette en

¹⁶ Standard & Poor's skala for kredittkvalitet er AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C og 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 å ha lav kredittverdighet og kalles «high yield».



Figur 2.9 Risikojustert avkastning for SPU. Årlig og siste 20 år¹

¹ Risikojustert avkastning beregnet som årlig rate fra 2000 frem til hvert enkelt år.

Kilder: Norges Bank, Kenneth R. French – Data Library og Finansdepartementet.

ramme for eierandeler i slike selskaper. Fondets høyeste andel stemmeberettigede aksjer i et selskap i aksjeporteføljen ved utgangen av 2019 var 9,6 pst. I noterte eiendomsselskaper var den største eierandelen i et selskap 25,9 pst.

Øvrige rammer

Mandatet fra Finansdepartementet spesifiserer både egne rammer og stiller krav om at hovedstyret i Norges Bank skal fastsette supplerende risikorammer for forvaltningen av SPU. Informasjon om disse rammene er tilgjengelig på bankens nettsider.

I en del selskaper investerer fondet mindre enn det som følger av referanseindeksen. For aksjeporteføljen var sammenfallet med referanseindeksen ved utgangen av 2019 på 86 pst.¹⁷ Det betyr at summen av undervektene i enkelt-selskaper utgjør om lag 14 pst. av aksjeporteføljens verdi. Midlene som er frigjort ved undervektene kan brukes til å øke eierandelen i andre selskaper som inngår i indeksen, til å finansiere eiendomsinvesteringene eller til å investere i selskaper utenfor referanseindeksen. Ved utgangen av 2019 var SPU investert i om lag 600 flere selskaper enn det som inngår i indeksen. Disse selskapene har gjerne for lav markedsverdi eller for lav omsettelighet til å bli inkludert i indeksen. Videre omfatter dette selskaper i enkelte fremvoksende markeder som ikke inngår i indeksen.

2.2.6 Risikojustert avkastning

Norges Banks avvik fra referanseindeksen kan føre til at svingningene i fondet blir noe høyere eller lavere enn i 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 mål som ofte brukes på risikojustert avkastning.

Sharpe-rate

Sharpe-raten er et mål på hvor høy avkastning ut over et risikofritt alternativ som er oppnådd per risikoenhet. I 2019 var Sharpe-raten 2,19 for SPU¹⁸ og 2,21 for referanseindeksen. Sharpe-raten var dermed 0,02 lavere for fondet enn for referanseindeksen selv om fondet hadde høyere avkastning, se

¹⁷ Sammenfallet mellom obligasjonsporteføljen og referanseindeksen for obligasjoner var 72 pst. ved utgangen av 2019.

Tabell 2.5 Risiko og risikojustert avkastning i SPU i 2019, siste 3, 5, 10 år og 20 år. Årlig tall basert på månedlige observasjoner

	2019	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år
<i>SPU¹</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	7,55	6,94	7,15	7,18	7,56
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	7,38	6,87	7,06	7,04	7,18
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,35	0,32	0,33	0,36	0,69
Sharpe rate-differanse	-0,02	0,01	0,02	0,01	0,00
Informasjonsrate	0,58	0,53	0,66	0,64	0,32
Beta ²	1,02	1,01	1,01	1,02*	1,05*
Alfa (prosentenheter) ³	-0,16	0,10	0,15	0,10	0,03
<i>Aksjeporteføljen⁴</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	11,48	10,39	10,97	11,55	14,09
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	11,16	10,21	10,77	11,32	13,78
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,37	0,36	0,41	0,43	0,72
Sharpe rate-differanse	-0,02	0,00	0,01	0,00	0,02
Informasjonsrate	1,22	0,34	0,67	0,55	0,49
Beta ²	1,03*	1,02*	1,02*	1,02*	1,02*
Alfa (prosentenheter) ³	-0,17	-0,04	0,12	0,05	0,27
<i>Obligasjonsporteføljen⁵</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	3,40	2,56	2,83	2,74	3,32
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	3,53	2,66	2,99	2,90	3,19
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,25	0,32	0,37	0,46	1,03
Sharpe rate-differanse	0,09	0,09	0,07	0,13	0,01
Informasjonsrate	0,39	0,48	0,20	0,36	0,14
Beta ²	0,96*	0,96*	0,94*	0,93*	0,99
Alfa (prosentenheter) ³	0,30	0,25	0,20	0,38*	0,17

¹ Kun aksje- og obligasjonsporteføljen til og med 2016 og totalporteføljen fra og med 2017.

² *indikerer at anslaget for beta er statistisk signifikant forskjellig fra 1 ved 5 pst. signifikansnivå, dvs. at det er mindre enn 5 pst. sannsynlighet for å få dette anslaget dersom den uobserverbare, sanne beta er 1.

³ *indikerer statistisk signifikans ved 5 pst. signifikansnivå, dvs. at det er mindre enn 5 pst. sannsynlighet for å få dette anslaget dersom den uobserverbare, sanne alfa er 0.

⁴ Aksjeporteføljen er her uten noterte eiendomsaksjer og måles mot referanseindeksen justert for eiendomsfinansiering.

⁵ Obligasjonsporteføljen måles mot referanseindeksen justert for eiendomsfinansiering.

Kilder: Norges Bank, Kenneth R. French – Data library og Finansdepartementet.

tabell 2.4 og figur 2.9A. Det skyldes at fondet hadde høyere svingninger i avkastningen, og at fondet ikke ble fullt ut kompensert for denne økte risikoen. Beregningen er basert på et begrenset antall observasjoner og er derfor usikker. Mens Sharpe-raten for aksjeforføljen i 2019 var noe lavere enn for tilhørende referanseindeks, var raten for obligasjonsporteføljen høyere enn for referanseindeksen. De siste 20 årene har Sharpe-raten i fondet og i referanseindeksen vært om lag lik.

Informasjonsrate

Informasjonsraten måler den oppnådde meravkastningen i forhold til den relative risikoen som er tatt i forvaltningen. Norges Banks avvik fra referanseindeksen er i mandatet begrenset ved rammen for forventet relativ volatilitet. Informasjonsraten er derfor relevant for å vurdere Norges Banks forvaltning.

Dersom det er oppnådd meravkastning i forvaltningen, vil informasjonsraten være positiv. En høy informasjonsrate kan indikere dyktighet i forvaltningen, men kan også være en følge av høyere markedseksposering enn referanseindeksen i kombinasjon med et stigende marked (eller lavere markedseksposering og fallende marked). I 2019 var informasjonsraten 0,58 for fondet¹⁹, se figur 2.9B. I aksjeforvaltningen var informasjonsraten 1,22, mens den i obligasjonsforvaltningen var 0,39. Beregningene er basert på et begrenset antall observasjoner og er derfor usikre. Fondets informasjonsrate var lavere enn informasjonsratene for både aksje- og obligasjonsforvaltningen. Det skyldes blant annet at eiendomsinvesteringene reduserte fondets samlede meravkastning.

Over de siste 20 årene har informasjonsraten vært 0,32 for fondet, 0,49 for aksjeforvaltningen og 0,14 for obligasjonsforvaltningen. At alle verdiene er positive innebærer at Norges Bank har

¹⁸ Fra og med 2017 inngår unotert eiendom i totalporteføljen, men ikke i referanseindeksen. Verdsettelse av unoterte aktiva skjer sjeldnere enn for aksjer og obligasjoner, og avkastningen kan være glattet over tid. Det målte standardavviket av unoterte eiendomsinvesteringer kan derfor være kunstig lavt og bidra til en for høy Sharpe-rate for totalporteføljen. Beregnet Sharpe-rate i 2019 for kun aksje- og obligasjonsporteføljen var 2,17.

¹⁹ Fra og med 2017 inngår unotert eiendom i totalporteføljen, men ikke i referanseindeksen. Verdsettelsen av unoterte aktiva skjer sjeldnere enn for aksjer og obligasjoner, og avkastningen kan være glattet over tid. Isolert sett innebærer det at meravkastningen i SPU vil svinge mer enn tidligere. Den målte relative volatiliteten i totalporteføljen kan derfor bli noe høyere og informasjonsraten noe lavere enn for en portefølje uten unotert eiendom.

oppnådd meravkastning i begge aktivaklassene. Samtidig viser tallene at fondet ble bedre kompensert for den relative risikoen i aksjeforvaltningen enn i obligasjonsforvaltningen.

Alfa

Alfa er et modellbasert mål for risikjustert meravkastning. I beregningen av alfa justeres meravkastningen for avkastningen som er oppnådd ved å ta mer eller mindre systematisk risiko enn i referanseindeksen. Alfa i 2019 er for SPU beregnet til -0,16 prosentenheter, se tabell 2.4 og figur 2.9C. Et anslag for alfa som er lavere enn null tyder på at fondet ikke er blitt tilstrekkelig kompensert for den systematiske risikoen som er tatt i forvaltningen, og at meravkastningen som er oppnådd skyldes høyere risiko i porteføljen enn i referanseindeksen.

De siste 20 årene har Norges Bank oppnådd en årlig gjennomsnittlig alfa på 0,03 prosentenheter, se tabell 2.1. En positiv alfa tyder på at høyere risikotaking ikke forklarer all meravkastning i denne perioden.

2.2.7 Kostnader

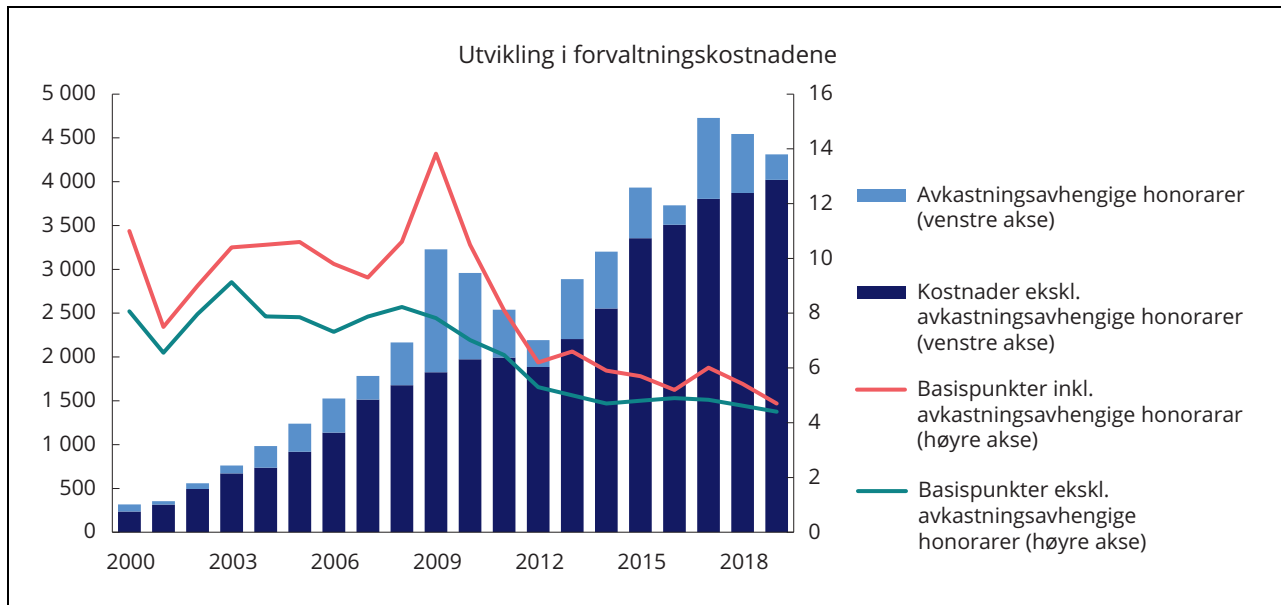
I henhold til mandatet for SPU får Norges Bank dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en øvre grense. Denne grensen var for 2019 satt til 7,0 basispunkter²⁰ av fondets gjennomsnittlige markedsverdi, uendret fra året før. For 2020 er rammen for forvaltningskostnader fastsatt i kroner, se omtale i avsnitt 3.6.²¹ Norges Bank godtgjøres i tillegg for den delen av honorarer til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Utenom avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere var forvaltningskostnadene i 2019 på 4,0 mrd. kroner, en økning fra 3,9 mrd. kroner fra året før. Det tilsvarer 4,4 basispunkter av fondets gjennomsnittlige markedsverdi gjennom fjoråret. Målt som andel av fondskapitalen var kostnadene for 2019 noe lavere enn i 2018.²²

De samlede forvaltningskostnadene falt til 4,3 mrd. kroner i 2019, fra 4,5 mrd. kroner året før. Nedgangen skyldes i all hovedsak lavere kostnader til eksterne forvaltere, motvirket av noe økte kostnader som følge av valutaeffekter, samt høyere personalkostnader inkludert prestasjonsbasert lønn. Målt som andel av forvaltet kapital

²⁰ Ett basispunkt svarer til 0,01 pst.

²¹ Brevet om forvaltningsgodtgjøring for 2020 er tilgjengelig på departementets nettsider.



Figur 2.10 Utvikling i forvaltningskostnader i SPU. Millioner kroner (venstre akse) og basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 prosent

Kilde: Norges Bank.

utgjorde de samlede kostnadene 4,7 basispunkter i 2019, ned fra 5,4 basispunkter i 2018.

For å hente ut stordriftsfordeler og synergier i Norges Bank, har hovedstyret besluttet å samle administrative oppgaver fra sentralbankvirksomheten og Norges Banks Investment Management (NBIM) i et nytt område kalt Norges Bank Administrasjon. I løpet av 2019 ble antall ansatte i NBIM redusert med 61 personer, hvorav 37 ble flyttet til Norges Bank Administrasjon. Ved utgangen av året var 540 personer ansatt i NBIM.

Kostnadsutvikling over tid

De to siste årene har de samlede forvaltningskostnadene målt i kroner falt, se figur 2.10. Det skyldes i all hovedsak lavere avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Disse kostnadene varierer både med omfanget av og resultatene i den eksterne forvaltningen. Forvaltningskostnadene utenom slike avkastningsavhengige honorarer har økt over tid. Enkelte kost-

nadskomponenter som depotkostnader varierer i takt med kapitalen i fondet. Samtidig har de interne kostnadene økt historisk som følge av flere ansatte, blant annet i forbindelse med eiendomsinvesteringene, og generell lønnsøkning. En betydelig del av kostnadene i fondet påløper i andre valutaer enn norske kroner. De siste årene har svekkelsen av kronen bidratt til å øke kostnadene. Over tid har kostnadsøkningen derimot vært mindre enn økningen i fondets verdi, slik at kostnadene målt som andel av forvaltet kapital har falt.

Kostnader ved unoterte investeringer

Finansdepartementet legger vekt på at kostnadene ved *unoterte investeringer* rapporteres slik at avkastningen kan sammenlignes med noterte investeringer. Det innebærer at kostnader ved drift av bygg, transaksjonskostnader, skatt mv. trekkes fra ved beregningen av avkastningen slik de ville ha blitt ved beregning av avkastning i eiendomsfond eller ved beregning av overskuddet i et notert eiendomsselskap. Disse kostnadene reduserer fondets avkastning fra unotert eiendom og påvirker dermed også bankens oppnådde meravkastning. Kostnadene ved Norges Banks forvaltning av de unoterte eiendomsinvesteringene omfatter blant annet personalkostnader og kostnader ved IT-systemer, konsulent tjenester og juri-

²² Det påløper også forvaltningskostnader i datterselskaper som er opprettet i forbindelse med unoterte eiendomsinvesteringer. Kostnadene er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen, men trekkes fra ved beregning av avkastningen av unoterte eiendomsinvesteringer. Disse kostnadene tas likevel med i sammenligningen med kostnadsrammen. I 2019 utgjorde disse kostnadene 111 mill. kroner, en økning fra 108 mill. kroner i 2018. Samlede kostnader som måles mot kostnadsrammen var dermed 4 132 mill. kroner, tilsvarende 4,5 basispunkter av forvaltet kapital.

Tabell 2.6 Forvaltningskostnader fordelt på investeringsstrategier for 2019 og perioden 2013–2019. Basispunkter

	Bidrag til forvaltningskostnadene ¹		Kostnader som andel av kapital til forvaltning	
	2019	2013–2019	2019	2013–2019
Allokeringsstrategier ²	0,7	0,8		
<i>hvorav unotert eiendom²</i>	0,4	0,5	15,3	23,1
Verdipapirvalg	1,8	2,5	10,2	15,7
<i>Intern</i>	0,7	0,7	5,2	5,9
<i>Ekstern</i>	1,1	1,8	29,3	44,0
Markedseksposering	2,2	2,3	2,8	2,9
Total	4,7	5,6		

¹ Bidrag til fondets totale forvaltningskostnader. Inkluderer kostnader ved både aktiv og passiv forvaltning.

² Frem til og med 2016 var investeringer i unotert eiendom en egen strategi, men er fra 2017 inkludert i allokeringsstrategien. Bidraget fra allokeringsstrategier til totale kostnader i perioden 2013–2019 var 0,3 basispunkter når unotert eiendom holdes utenom.

Kilde: Norges Bank.

diske tjenester. Norges Bank har for 2019 estimert disse kostnadene til om lag 0,4 mrd. kroner

avkastningsavhengige honorarer som følge av lavere meravkastning.

Kostnader ved ulike strategier

Første del av tabell 2.6 viser bidraget til samlede kostnader i forvaltningen fra de ulike strategiene som banken benytter i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget. Strategier for verdipapirvalg og markedseksposering bidrar begge med om lag 2 basispunkter (0,02 prosentenheter) til samlede kostnader, mens kostnadene ved allokeringsstrategier er noe mindre. Unotert eiendom utgjør en betydelig andel av allokeringsstrategienes bidrag til forvaltningskostnadene.

Den andre delen av tabellen viser kostnadene som andel av forvaltet kapital innen hver strategi. Forvaltningskostnadene for unotert eiendom har falt betydelig over tid, og utgjorde i 2019 drøyt 15 basispunkter. Kostnadene ved verdipapirseleksjon og markedseksposering var i 2019 henholdsvis 10 og 3 basispunkter. Ekstern verdipapirseleksjon er vesentlig dyrere enn intern, og benyttes særlig i segmenter og markeder der banken ikke anser det som hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse. Norges Banks avtaler med eksterne forvaltere skal sikre at den vesentligste delen av den positive meravkastningen tilfaller fondet. Kostnadene for ekstern verdipapirseleksjon var lavere i 2019 enn gjennomsnittlig årlig kostander i perioden 2013–2019. Det skyldes i hovedsak reduserte

Internasjonal sammenligning

Det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. sammenligner årlig fondets forvaltningskostnader med kostnadene i over 300 andre fond. Det er også satt sammen en sammenligningsgruppe som består av de ti største fondene i datagrunnlaget til CEM. Sammenligningen for 2018, som er det siste året med tilgjengelige data, viser at SPU er fondet med lavest kostnader, målt som andel av forvaltet kapital. De andre fondene i sammenligningsgruppen hadde i 2018 en gjennomsnittlig kostnadsandel på 39,7 basispunkter (mediankostnaden). Omregnet i kroner ville det for SPU i 2018 utgjort om lag 33 mrd. kroner. En av årsakene til SPU's lave kostnader er at fondet har en mindre andel av investeringene i aktivaklasser med høye kostnader, herunder unoterte aksjer og unotert eiendom. I tillegg forvaltes hoveddelen av fondet internt i Norges Bank og innslaget av ekstern forvaltning er lavt sammenlignet med andre fond. CEM trekker også frem at den interne forvaltningen i Norges Bank er kostnadseffektiv. CEM anslår at gjennomsnittsfondet i sammenligningsgruppen ville hatt kostnader på 11,2 basispunkter om kapitalen skulle investeres som SPU og med samme fordeling mellom intern og ekstern forvaltning. Det ville for SPU tilsvart vel 9 mrd. kro-

ner. Rapporten for 2018 er tilgjengelig på departementets nettsider.

2.2.8 Resultater første halvår 2020

Markedsutviklingen i første halvår 2020 var preget av store svingninger i finansmarkedene. Etter en optimistisk start på året, falt aksjemarkedene markert da virusutbruddet spredte seg til flere land. Fra 12. februar til 23. mars var avkastningen av FTSE Global All Cap -34 pst. målt i amerikanske dollar. Det var imidlertid store kursvariasjoner på land-, sektor- og selskapsnivå. Store forskjeller i økonomiske konsekvenser av pandemier mellom land og sektorer samsvarer med tidligere erfaringer, se kapittel 9. Det kraftige kursfallet i aksjemarkedene ble bremsset av betydelige penge- og finanspolitiske stimulanser. Etter hvert som frykten for konkursbølger og svak likviditet i kredittmarkedene avtok, kombinert med gradvis åpning av samfunnet i flere land, kom optimismen blant investorene tilbake. Aksjemarkedene steg utover andre kvartal. Samlet avkastning av FTSE Global All Cap i første halvår var -7 pst. målt i dollar.

Pengepolitiske stimulanser, herunder lavere styringsrenter og kvantitative lettelser, førte til økt verdi av obligasjoner i første halvår 2020. Amerikanske og tyske statsobligasjoner med lang løpetid opplevde samtidig sterk kursoppgang som følge av at etterspørsel etter sikre papirer økt.

Markedsverdien av SPU var 10 398 mrd. kroner ved utgangen av første halvår 2020. Det er en økning på 314 mrd. kroner siden inngangen til året. Investeringene var ved halvårsskiftet fordelt med 69,6 pst. i aksjer, 27,6 pst. i obligasjoner og 2,8 pst. i unotert eiendom. Den samlede avkastningen i samme periode var -3,4 pst. målt i fondets valutakurv og før fradrag for forvaltningskostnader. Avkastningen av fondets aksje-, obligasjons- og unoterte eiendomsportefølje var henholdsvis -6,8 pst., 5,1 pst. og -1,6 pst. Målt i norske kroner var samlet fondsavkastning i første halvår 4,8 pst. Det er avkastningen av investeringene målt i valutakurven som er relevant for utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft.

Ved utgangen av første halvår 2020 er gjennomsnittlig årlig nominell avkastning gjennom de siste 20 årene 5,3 pst. målt i valutakurven. Netto realavkastning i samme periode, målt som nominell avkastning fratrukket forvaltningskostnader og prisstigning, er beregnet til 3,4 pst.

Norges Bank oppnådde i første halvår 2020 en avkastning på investeringene som var 0,11 prosentenheter lavere enn avkastningen av fondets refe-

ranseindeks. Avkastningen på aksjeinvesteringene var 0,11 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen for aksjer, noe som i hovedsak skyldes overvekten i notert eiendom. Renteinvesteringene hadde en avkastning som var 0,38 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for obligasjoner. Avkastningen av de unoterte eiendomsinvesteringene var 1,66 prosentenheter høyere enn avkastningen av fondets samlede referanseindeks, men 3,63 prosentenheter lavere enn avkastningen av de aksjene og obligasjonene som Norges Bank har solgt for å finansiere eiendomsinvesteringene. Norges Bank har de siste 20 årene oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 0,17 prosentenheter, se tabell 2.7.

2.2.9 Departementets vurderinger av resultatene i 2019

Avkastningen av SPU i 2019 var 19,9 pst. målt i fondets valutakurv. Det er den nest høyeste avkastningen i fondets historie, og tilsvarer 1 692 mrd. kroner. Etter fradrag for kostnader og prisstigning var avkastningen (realavkastning) 17,8 pst.

Aksjemarkedet utviklet seg sterkt gjennom 2019. I lys av en aksjeandel på nær 70 pst. ga det et viktig bidrag til fondets avkastning. Obligasjonsavkastningen var også høy som følge av et fallende rentenivå internasjonalt. Departementet vil peke på at det reduserte rentenivået gir lavere forventet avkastning av obligasjonsinvesteringene fremover.

Ved utgangen av 2019 var gjennomsnittlig årlig realavkastning etter kostnader siste 20 år drøyt 3,6 pst. Dette er en oppgang fra 3,3 pst. ved inngangen til året. En må være forberedt på at avkastningen i finansmarkedene svinger betydelig fra år til år.

Unotert eiendom inngår ikke i referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Norges Bank kan likevel investere i unotert eiendom innenfor rammer gitt i mandatet. Ved utgangen av året utgjorde slike investeringer 2,7 pst. av fondet. Avkastningen av fondets unoterte eiendomsinvesteringer i 2019 var lavere enn avkastningen av aksjene og obligasjonene som er solgt for å finansiere disse investeringene. Det innebærer at de unoterte eiendomsinvesteringene i 2019 reduserte avkastningen av fondet. Over de siste tre årene har de unoterte eiendomsinvesteringene oppnådd noe høyere avkastning enn aksjene og obligasjonene som er solgt, og har i denne perioden bidratt positivt til fondsavkastningen.

Tabell 2.7 Nøkkeltall for Statens pensjonsfond utland per 30. juni 2020. Årlige tall i fondets valutakurv. Prosent

Statens pensjonsfond utland	Siste 6 mnd.	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år
Nominell avkastning	-3,40	5,11	5,41	7,64	5,32
Prisstigning		1,47	1,36	1,60	1,78
Forvaltningskostnader		0,05	0,05	0,06	0,08
Realavkastning etter kostnader ¹		3,53	3,95	5,88	3,39
<i>Memo:</i>					
Brutto meravkastning	-0,11	0,01	0,08	0,19	0,17

¹ Realavkastning etter kostnader er beregnet etter geometrisk metode og vil derfor ikke være lik nominell avkastning fratrukket prisvekst og forvaltningskostnader

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

I 2019 oppnådde Norges Bank en avkastning av SPU som samlet sett var drøyt 0,2 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Meravkastningen skyldes i hovedsak høy avkastning av aksjeinvesteringene. Strategiene for verdipapirvalg og effektiv markeds eksponering bidro positivt til resultatet. Allokeringsstrategien bidro negativt, i hovedsak på grunn av investeringer i unotert eiendom samt eksponering mot systematiske risikofaktorer.

Departementet legger vekt på utviklingen i samlede resultater over tid. Også Norges Banks hovedstyre peker på at resultatene i forvaltningen må vurderes over tid. Ved årsslutt hadde Norges Bank oppnådd en årlig gjennomsnittlig meravkastning på 0,20 prosentenheter de siste 20 årene. Til sammen tilsvarer det anslagsvis 132 mrd. kroner. Fratrukket totale forvaltningskostnader, tilsvarer den samlede meravkastningen 84 mrd. kroner.

Den oppnådde verdiøkningen vil i seg selv kunne gi et bidrag til finansieringen av offentlige utgifter over statsbudsjettet på anslagsvis 2–4 mrd. kroner årlig, målt ved handlingsregelens forventede avkastning. Dette illustrerer nytten av at Norges Bank har mulighet til å avvike noe fra referanseindeksen, for å kunne ta hensyn til SPUs særtrekk som størrelse, lang tidshorison og lavt likviditetsbehov. Slike avvik gir rom for å oppnå meravkastning, samtidig som banken kan håndtere løpende endringer i indeksene på en kostnadseffektiv måte.

Departementet vil peke på at resultatet er oppnådd med lav målt relativ risiko, og med en informasjonsrate på vel 0,3 over de siste 20 årene. Departementet vurderer dette resultatet som tilfredsstillende. Departementet har samtidig mer-

ket seg at beregninger indikerer at deler av meravkastningen kan tilskrives noe høyere markedsrisiko i porteføljen enn i referanseindeksen. Bankens risikotaking er godt innenfor risikorammene departementet har fastsatt i mandatet for forvaltningen.

Flere av delstrategiene som Norges Bank bruker i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget må evalueres over en lengre horisont enn noen få år. Strategiene for verdipapirvalg og effektiv markeds eksponering har de siste syv årene sett under ett bidratt positivt til meravkastningen. Departementet har merket seg at allokeringsstrategiene i samme periode har bidratt negativt, særlig innen renteforvaltningen. Deler av det negative bidraget kan tilskrives kravet i mandatet om at banken skal ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene. Også Norges Banks hovedstyre har merket seg at allokering har bidratt til å redusere fondets meravkastning i perioden 2013 til 2019. Det er Norges Bank som beslutter hvilke strategier som skal benyttes i den operative gjennomføringen av forvaltningsoppdraget. Banken bør regelmessig vurdere hensiktsmessigheten av de ulike strategiene.

Norges Bank oppgir at SPU investeres i eiendom for å oppnå bedre diversifisering. Unotert eiendom verdsettes sjeldnere og på en annen måte enn noterte aksjer og obligasjoner. Det bidrar til at denne aktivaklassen på kort sikt har en annen avkastning- og risikoprofil enn fondets øvrige investeringer. For staten som eier er det derimot aktivaklassens langsiktige egenskaper som er viktig. For å vurdere om fondets eiendomsinvesteringer bidrar til langsiktig diversifisering, må en evaluere eiendomsavkastningen over mange år.

Finansdepartementet har siden 2009 gjennomgått Norges Banks forvaltning av SPU i begynnelsen av hver stortingsperiode. Departementet la i meldingen om Statens pensjonsfond 2018 frem en ny evaluering av forvaltningen. I gjennomgangene vurderer departementet Norges Banks forvaltning, herunder resultatene av de ulike investeringsstrategiene, samt omfanget av aktiv forvaltning. Slike gjennomganger bidrar til åpenhet om risiko og resultater, og kan støtte opp under evnen til å holde fast ved lønnsomme, langsiktige strategier, også i perioder med mindreakkastning. Departementet tar sikte på en ny, grundig gjennomgang av forvaltningen i meldingen om Statens pensjonsfond 2022, hvor det også vil bli foretatt en ny vurdering av rammen for avvik fra referanseindeksen.

Finansdepartementet forventer at Norges Bank gjennomfører forvaltningen på en kostnadseffektiv måte, og at stordriftsfordeler som følge av fondets størrelse utnyttes. Departementet viser til at forvaltningskostnadene til Norges Bank er lave sammenlignet med andre fond, målt som andel av for-

valtet kapital. Konsulentselskapet CEM anslår at gjennomsnittsfondet i sammenligningsgruppen ville hatt kostnader som tilsvarer vel 9 mrd. kroner dersom de var investert på samme måte som SPU. Til sammenligning var forvaltningskostnadene i SPU 4,3 mrd. kroner i 2019, se avsnitt 2.2.7. Det tyder på at Norges Bank klarer å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. Det er likevel viktig å ha høy bevissthet om kostnadsutviklingen. Departementet er tilfreds med at hovedstyret henter ut stordriftsfordeler og synergier ved å samle administrative oppgaver fra sentralbankvirksomheten og NBIM i et felles område.

Samtidig må en være innstilt på at kostnadene ved forvaltningen av SPU påvirkes av endringer i kronekursen. Eventuelle nye investeringer i unoterte aktiva, som for eksempel infrastruktur for fornybar energi, vil også kunne bidra til økte kostnader. Departementet vil understreke at lave kostnader ikke er et mål i seg selv, men at det er avkastningen som oppnås etter kostnader som er det viktigste for å nå fondets langsiktige mål.

Boks 2.5 Kontroller

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 GIPS (Global Investment Performance Standards). En egen GIPS-rapport er tilgjengelig på Norges Banks nettsider.

Det stortingsoppnevnte representantskapet fører tilsyn og kontroll med at Norges Bank overholder de regler som er fastsatt for bankens drift, herunder i forvaltningen av SPU. Representantskapet velger bankens eksterne revisor og fastsetter årsregnskapet.

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

Utover ekstern revisors kontroller gjør Finansdepartementet en egen kontrollberegning av avkastningen i referanseindeksen for SPU. Kontrollberegningen for 2019 viser ingen vesentlige avvik fra Norges Banks rapporterte avkastningstall for referanseindeksen.

Attestasjonsoppdrag

Norges Banks representantskap har bedt bankens revisor (Deloitte AS) om å utføre et attestasjonsoppdrag knyttet til utformingen og implementeringen av Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll for godkjenning av markeder for investeringer i aksjer, obligasjoner og eiendom, samt utstederland for investeringer i statsobligasjoner.

Finansdepartementet vedtok med virkning fra 30. november 2019 endringer i mandatet til Norges Bank om forvaltningen av SPU, der det blant annet ble gjort endringer i paragrafen om «godkjenning av instrumenter og investeringsgjennomgang», se avsnitt 3.6. Tidligere hadde

hovedstyret ansvar for å godkjenne alle utstederland for investeringer i statsobligasjoner, men kunne delegere ansvaret for å godkjenne finansielle instrumenter og markeder til NBIM. Med den nye bestemmelsen må hovedstyret godkjenne alle finansielle instrumenter og markeder. Attestasjonsoppdraget utført av Deloitte er gjennomført med utgangspunkt i mandatet slik det forelå før 30. november 2019.

Etter revisors vurdering er bankens risikostyring og kontroll knyttet til godkjenning av markeder samt utstederland for statsobligasjoner i det alt vesentlige utformet og implementert i samsvar med de etablerte målekriteriene.

I gjennomgangen er det imidlertid identifisert enkelte forhold som kan være av betydning for arbeidet med å videreutvikle risikostyring og kontroll knyttet til godkjenning av markeder, hovedsakelig knyttet til risikovurderingen som banken skal utarbeide og anbefalingene som skal gis.

Norges Banks representantskap har også bedt bankens revisor om å utføre et attestasjonsoppdrag knyttet til bankens rammeverk for fastsettelse og implementering av interne referanseporteføljer, deriblant også finansiering av eiendomsinvesteringer.

Etter revisors vurdering er bankens rammeverk for fastsettelse og implementering av interne referanseporteføljer i det alt vesentlige utformet og implementert i samsvar med de etablerte målekriteriene.

Revisor har imidlertid identifisert enkelte forhold som kan være av betydning for arbeidet med å videreutvikle risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser, i hovedsak knyttet til prosessen for råd til Finansdepartementet.

Begge attestasjonsoppdragene er tilgjengelig på Norges Banks nettsider.¹

¹ <https://www.norges-bank.no/tema/Om-Norges-Bank/Organisering-styring/Representantskapet/Attestasjonsoppdrag/>

3 Statens pensjonsfond utland: videreutvikling av strategi og forvaltning

3.1 Geografisk fordeling av referanseindeksen for aksjer

3.1.1 Bakgrunn

I meldingen *Statens pensjonsfond 2019* la Finansdepartementet opp til å gjennomgå rammeverket og referanseindeksen for aksjeinvesteringene i SPU, herunder den geografiske fordelingen. Departementet skrev at referanseindeksen for aksjer skal ivareta viktige hensyn ved investeringsstrategien, slik som bred spredning av risiko, høsting av risikopremier og kostnadseffektivitet. Det ble videre pekt på at regelmessige gjennomganger bidrar til at sammensetningen av referanseindeksen er godt tilpasset fondets formål og særtrekk, samt at den gjenspeiler ny kunnskap og utviklingstrekk i aksjemarkedene. Departementet tok sikte på å legge frem sine vurderinger i meldingen om Statens pensjonsfond 2020.

I brev fra Finansdepartementet til Norges Bank 6. november 2018 ble banken bedt om å gi råd og vurderinger av sammensetningen av referanseindeksen for aksjer. Banken ble også bedt om å redegjøre for erfaringer med investeringer i både fremvoksende markeder og markeder som ikke inngår i referanseindeksen, samt bankens rammeverk for styring og kontroll av den særskilte risikoen i disse markedene.

Norges Bank oversendte sine råd og vurderinger til departementet henholdsvis 21. og 22. august 2019. Som del av grunnlaget for vurderingene av referanseindeksen for aksjer, har departementet også innhentet en rapport fra konsulentselskapet og indeksleverandøren MSCI om utviklingstrekk i det globale aksjemarkedet og analyser av avkastning og risiko for ulike geografiske fordelinger. Brevene fra Norges Bank og rapporten fra MSCI er tilgjengelige på departementets nettsider.

Etter en samlet vurdering legger departementet opp til å endre justeringsfaktorene i referanseindeksen for aksjer i SPU slik at andelen utviklede markeder i Europa justeres noe ned og andelen i Nord-Amerika justeres tilsvarende opp. Dette er i tråd med anbefalingen fra Norges Bank. Departe-

mentet legger til grunn at endringen vil gi en bedre representasjon av verdiskapingen i de børsnoterte selskapene globalt.

I avsnitt 3.1.2 omtales dagens referanseindeks. Råd og vurderinger fra Norges Bank er omtalt i avsnitt 3.1.3. I avsnitt 3.1.4 omtales rapporten fra MSCI, mens departementets vurderinger fremgår av avsnitt 3.1.5. Til dette avsnittet følger det tre temaartikler; i kapittel 7 analyseres konsekvensene den valgte regionfordelingen har hatt for historisk avkastning og risiko, kapittel 8 gir en nærmere gjennomgang av enkelte av analysene i MSCIs rapport til Finansdepartementet, og kapittel 9 omhandler studier av pandemiers konsekvenser for finansmarkedene.

3.1.2 Dagens referanseindeks

Investeringsstrategien uttrykkes gjennom en strategisk referanseindeks fastsatt av Finansdepartementet. Referanseindeksen har en andel aksjer på 70 pst. og en andel obligasjoner på 30 pst., se avsnitt 2.1. Norges Bank kan kun avvike fra referanseindeksen innenfor en begrenset risikoramme. Sammensetningen av referanseindeksen har derfor stor betydning for de faktiske investeringene og for avkastning og risiko i fondet.

Frem til 2012 hadde referanseindeksen for aksjer en fast geografisk fordeling med 50 pst. i Europa, 35 pst. i Amerika og 15 pst. i Asia og Oseania. Hensyn til valutakursrisiko ble tillagt stor vekt ved fastsettelse av den geografiske sammensetningen. Vurderingen var at en fordeling mellom de ulike regionene i referanseindeksen som samsvarte med sammensetningen av importen i norsk økonomi, ville redusere valutakursrisikoen, og dermed støtte opp under målet om høyest mulig internasjonal kjøpekraft for fondets kapital. Siden en betydelig andel av importen av varer og tjenester kommer fra Europa, utgjorde Europa en høy andel av referanseindeksen.

I 2011 og 2012 la departementet frem oppdaterte analyser og vurderinger av valutakursrisiko og den geografiske fordelingen av fondets investe-

ringer. Gjennomgangen indikerte at valutakursrisikoen i SPU syntes å være mindre enn tidligere antatt, og departementet konkluderte med at det ikke lenger var grunnlag for at aksjeinvesteringenes andel i Europa skulle være så høy, se omtale i fondsmeldingene lagt frem våren 2011¹ og våren 2012². Departementet ga uttrykk for at globale markedsvekter justert for såkalt fri flyt var et naturlig utgangspunkt for den geografiske fordelingen av referanseindeksen for aksjer i SPU.

Den geografiske fordelingen av referanseindeksen ble på denne bakgrunn endret i 2012. Fremfor å ha en fast geografisk fordeling ble det lagt opp til å følge markedsvekter. Det innebærer at den geografiske fordelingen mellom ulike regioner ikke lenger ligger fast, men vil variere med markedsutviklingen. Det ble i tillegg innført et skille mellom utviklede og fremvoksende markeder.

Den nye regionfordelingen innebar fortsatt en høyere andel utviklede markeder i Europa og en lavere andel utviklede markeder i Nord-Amerika enn det som følger av markedsvekter justert for fri flyt. Andelen i øvrige utviklede markeder og fremvoksende markeder var om lag på linje med slike vekter. I fondsmeldingen våren 2012 viste departementet til at en overgang til markedsvekter justert for fri flyt ville innebære en halvering av andelen investert i Europa, basert på gjeldende markedsverdier. Departementet la vekt på at dette ville være en stor endring, og at konsentrasjonen i utviklede markeder i Nord-Amerika ville bli høy, noe som ville gjøre indeksen mer sårbar overfor utviklingen i amerikansk økonomi. Temaartikkelen i kapittel 7 analyserer konsekvensene den valgte regionfordelingen har hatt for historisk avkastning og risiko i referanseindeksen.

Referanseindeksen for aksjer i SPU er basert på den globale aksjeindeksen FTSE Global All Cap fra indeksleverandøren FTSE Russell. Denne indeksen er ment å gi en bred representasjon av det internasjonale aksjemarkedet, og inkluderer alle markeder som indeksleverandøren klassifiserer som utviklede, avanserte fremvoksende eller sekundære fremvoksende, se tabell 3.1. Indeksen dekker store, mellomstore og små selskaper i de respektive markedene. Det er indeksleverandøren som fastsetter kriteriene for inkludering av verdipapirer i indeksen. Metodikken som ligger til grunn for indeksen er regelbasert og er offentlig tilgjengelig på FTSE Russells nettsider.

¹ Meld. St. 15 (2010–2011) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010*.

² Meld. St. 17 (2011–2012) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011*.

Sammensetningen av FTSE Global All Cap indeksen tar utgangspunkt i den totale markeds kapitaliseringen til selskapene som inngår i indeksen. Kapitaliseringen til det enkelte selskap justeres deretter for blant annet likviditet, begrensninger på utenlandsk eierskap og såkalt fri flyt.³ Formålet med justeringene er at investorer skal kunne følge indeksen tett og til lave kostnader.

Departementet har også tilordnet justeringsfaktorer til markeds kapitaliseringen i indeksen ut fra selskapenes regiontilhørighet: utviklede markeder i Europa, utviklede markeder i Nord-Amerika, øvrige utviklede markeder og fremvoksende markeder. Justeringsfaktorene påvirker eierandelene i alle selskapene i den enkelte region.

Ved utgangen av 2019 utgjorde utviklede markeder i Europa og Nord-Amerika, og øvrige utviklede markeder henholdsvis 33 pst., 42 pst. og 14 pst. av fondets referanseindeks for aksjer. Fremvoksende markeder utgjorde om lag 11 pst., se figur 3.1 i avsnitt 3.1.4.

Om delindeksen for fremvoksende markeder

Indeksleverandører som FTSE Russell og MSCI klassifiserer markeder basert på en rekke kriterier. Et viktig skille går mellom utviklede og fremvoksende markeder. Et marked som er klassifisert som fremvoksende oppfyller noen av, men ikke alle, kriteriene som kreves for å oppnå status som et utviklet marked.⁴

Tabell 3.1 viser FTSE Russells klassifisering av globale aksjemarkeder ved utgangen av 2019. Indeksleverandøren oppdaterer årlig en observasjonsliste med markeder som oppfyller, eller er nær ved å oppfylle, kriteriene for å bli en del av FTSE Global All Cap indeksen. Over tid har det skjedd endringer i hvilke markeder som er klassifisert som fremvoksende.⁵

³ Friflytjustert markedsverdi beregnes som den totale markeds kapitaliseringen av et notert selskap fratrukket verdien av aksjer som kontrolleres av strategiske eiere og som derfor ikke anses som umiddelbart omsettelige. Friflytjustert markedsverdi representerer således den andelen av aksjene i det aktuelle selskapet som er tilgjengelig for kjøp og salg i markedet.

⁴ Betegnelsen fremvoksende omfatter både markeder som antas over tid å kunne oppnå status som et utviklet marked og markeder som tidligere har hatt status som utviklet.

⁵ Siden 2008 har det ikke vært noen økning i antallet fremvoksende markeder i FTSE Global All Cap, men sammensetningen har endret seg. Israel, Polen og Sør-Korea er i løpet av denne perioden blitt reklassifisert fra fremvoksende til utviklede markeder, mens Saudi-Arabia, Kuwait, Qatar og forente arabiske emirater (UAE) er kommet inn i indeksen. Marokko er tatt ut. I senere tid er også en større del av kinesiske aksjer blitt inkludert i indeksen.

Tabell 3.1 FTSE Russells klassifisering av globale aksjemarkeder (utenom Norge). Desember 2019

Utviklede markeder: Nord-Amerika	Utviklede markeder: Europa	Utviklede markeder: Øvrige ¹	Fremvoksende markeder (avanserte)	Fremvoksende markeder (sekundære)
Canada	Belgia/Lux.	Australia	Brasil	Chile
USA	Danmark	Hong Kong	Hellas	Colombia
	Finland	Israel	Malaysia	De forente arabiske emirater
	Frankrike	Japan	Mexico	Egypt
	Irland	New Zealand	Sør-Afrika	Filippinene
	Italia	Singapore	Taiwan	India
	Nederland	Sør-Korea	Thailand	Indonesia
	Polen		Tsjekkia	Kina (inkl. A-aksjer)
	Portugal		Tyrkia	Kuwait
	Spania		Ungarn	Pakistan
	Sverige			Peru
	Sveits			Qatar
	Tyskland			Russland
	Storbritannia			Saudi-Arabia
	Østerrike			

¹ «Øvrige utviklede markeder» er en sammenslåing av FTSE Russells regionindekser Asia/Oseania (utviklede markeder) og Midt-Østen/Afrika.

Kilde: FTSE Russell.

Indeksleverandøren FTSE Russell klassifiserer også mange markeder som såkalte frontmarkeder. Dette er markeder som anses mindre utviklet enn markeder som har fått status som fremvoksende. Frontmarkeder er ikke del av indeksen FTSE Global All Cap og inngår ikke i fondets referanseindeks for aksjer. Videre er et betydelig antall markeder ikke klassifisert av indeksleverandøren. Disse er heller ikke en del av referanseindeksen til SPU.

Indeksleverandørens vurderinger, som ligger til grunn for klassifiseringen av markeder, er basert på 21 kriterier. Kriteriene omfatter blant annet hvordan markedene fungerer, regulatoriske forhold, oppgjør-, depot- og handelsforhold samt i hvilken grad markedsplassen har et velutviklet derivatmarked.⁶ Kriteriene omfatter ikke vurde-

ringer av politisk risiko eller risiko knyttet til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring.

Referanseindeksen for aksjer i SPU er over tid blitt utvidet til å inkludere flere fremvoksende markeder, fra seks i 2000 til 23 ved utgangen av 2019.⁷ Referanseindeksen følger i utgangspunktet markedssammensetningen av fremvoksende markeder i indeksen FTSE Global All Cap. Endringer i hvilke markeder som inngår i den underliggende indeksen, vil dermed normalt også gjenspeiles i referanseindeksen for aksjer i SPU. Som følge av departementets arbeid med å vurdere sammensetningen av referanseindeksen, ble det i meldingen *Statens pensjonsfond 2019* vist til at nye markeder ikke tas inn i indeksen før det er tatt en beslutning om sammensetningen av denne.

⁶ Se vedlegg 1 i brev 22. august 2019 fra Norges Bank for nærmere informasjon om klassifiseringen.

⁷ I 2008 ble sammensetningen av fremvoksende markeder i fondets aksjeindeks endret fra en fast landliste til å inkludere alle fremvoksende markeder som inngår i FTSE Russells Global All Cap indeks.

I mandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank er det stilt krav om at hovedstyret skal forhåndsgodkjenne alle markeder fondets midler investeres i. Det er videre krav om at banken skal dokumentere tilfredsstillende rutiner for slike godkjenninger, jf. boks 2.5 hvor en uavhengig gjennomgang av bankens rutiner, utført av Norges Banks eksterne revisor, er omtalt. Kravet om godkjenning gjelder uavhengig av om det aktuelle markedet inngår i referanseindeksen eller ikke. Hovedstyret har, med unntak av Pakistan, godkjent alle markedene som inngår i referanseindeksen. I tillegg har banken godkjent 26 markeder utenfor indeksen. Dette omfatter både frontmarkeder og uklassifiserte markeder.

3.1.3 Norges Banks råd og vurderinger

Regionfordelingen

Norges Bank anbefaler i brev 21. august 2019 at den geografiske fordelingen i referanseindeksen justeres videre i retning av friflytjusterte markedsvekter ved å øke andelen i Nord-Amerika og redusere andelen i utviklede markeder i Europa. Det er ikke foreslått endringer i andelen i fremvoksende markeder eller for øvrige utviklede markeder.

Banken viser i sitt brev til at investeringsstrategien for SPU innebærer at avkastning og risiko i all hovedsak følger av referanseindeksen, og at indeksen derfor spiller en viktig rolle i forvaltningen. Banken skriver at referanseindeksen bør settes sammen med utgangspunkt i transparente, etterprøvbare kriterier, og være investerbar for å fungere som en langsiktig målestokk for forvaltningen. Banken mener den friflytbaserte markedsindeksen FTSE Global All Cap oppfyller disse kriteriene. Eventuelle avvik fra en slik indeks bør begrunnes og ha et konkret formål.

Norges Bank skriver at særtrekk ved fondet kan tale for en geografisk allokering som avviker noe fra friflytjusterte markedsvekter, men mener samtidig at den geografiske fordelingen bør justeres videre i retning av friflytjusterte markedsvekter.⁸ Et slikt særtrekk er fondets lange investeringshorisont, og banken skriver at den relevante risikoen for langsiktige investorer er risikoen for varige tap. Varige tap kan oppstå som følge av endringer i forventet inntjening. Dersom hendelser påvirker forventet inntjening i et marked eller en sektor med høy vekt i indeksen, vil det varige

tapet kunne bli betydelig. Banken understreker samtidig at det er vanskelig å bedømme sannsynligheten for slike hendelser og i hvilken grad denne risikoen er gjenspeilet i markedsprisene.

Norges Bank påpeker videre at den lave sannsynligheten for uventede uttak gjør fondet godt egnet til å bære risikoen og høste eventuelle gevinster ved å investere i mindre omsettbare aktiva. Friflytjusteringer gjennomføres slik at investorer med løpende likviditetsbehov kan følge indeksen tett. SPU er imidlertid ikke en slik investor. En friflytjustert indeks representerer om lag 80 pst. av den underliggende markeds kapitaliseringen av selskapene. Videre viser banken til at 55 pst. av global verdiskaping i 2018 fant sted i fremvoksende og såkalte frontmarkeder. Til sammenligning utgjorde disse markedene kun i overkant av 20 pst. av det globale børsnoterte aksjemarkedet. Banken viser til at fondet kan være godt egnet til å investere i mindre likvide fremvoksende aksjemarkeder, og derigjennom oppnå en bedre diversifisert totalportefølje.

Avslutningsvis viser Norges Bank til at fondets stilling i enkeltmarkeder, for eksempel på områder som skatt og eierskapspraksis, i prinsippet kan tillegges vekt ved valg av geografisk fordeling dersom fondet i utvalgte markeder har en varig og vesentlig forskjellig posisjon enn den marginale investoren. Banken peker imidlertid på at dette ikke er enkelt å avdekke, og skriver at skattereglene i et enkeltmarked kan variere med typen investor og verdien av og horisonten på investeringene. I tillegg vil skatteregler og eierskapspraksis endres over tid. Banken viser til at rettighetene til minoritetsaksjonærer synes bedre beskyttet i Europa, men også at forskjellene mellom land i Europa er store. Det er ifølge banken grunn til å anta at en generell forskjell i eierpraksis mellom landene gjenspeiles i markedsprisene.

Finansdepartementet ba i brev 29. april 2020 Norges Bank vurdere om det er forhold knyttet til det pågående virusutbruddet som eventuelt skulle tilsi et behov for å endre bankens råd. Banken peker i sitt svarbrev 29. mai 2020 på at koronavirusutbruddet har gitt store markedsbevegelser og at det har vært store forskjeller i avkastningen både på tvers av sektorer og land. Markedsutviklingen den siste tiden understreker etter bankens syn viktigheten av å være bredt diversifisert på tvers av sektorer og markeder. Norges Bank viser igjen til at den relevante risikoen for langsiktige investorer er risikoen for varige tap. Banken skriver at selv om en antar at risikoen for varige tap har økt som følge av virusutbruddet, vil dette bare være relevant for spørsmålet om geografisk fordeling hvis

⁸ Hovedstyrets medlem Kjetil Storesletten hadde en særmerknad til rådet. Brevet er tilgjengelig på departementets nettsider.

disse tapene rammer regioner forskjellig, og risikoen for dette ikke er gjenspeilet i markedsprisene når tilpasningene gjennomføres. Banken kan ikke se at disse forutsetningene er oppfylt, og ser derfor ikke behov for å endre rådene som ble gitt i brev 21. og 22. august 2019.

Fremvoksende markeder

Norges Bank foreslår i brev 22. august 2019 ingen endringer i metoden eller reglene for sammensetningen av delindeksen for fremvoksende markeder. Banken mener at referanseindeksen, som i dag, bør inkludere samtlige selskaper i alle utviklede og fremvoksende aksjemarkeder som er del av FTSE Global All Cap.

Banken skriver i brevet at «(...) erfaringene fra snart 20 år som statlig minoritetsaksjonær i selskaper i fremvoksende markeder er gode». Rammeverket for styring og kontroll av risiko ved aksjeinvesteringer i fremvoksende markeder er utviklet over tid, og legger ifølge banken til rette for en helhetlig vurdering av både den finansielle og ikke-finansielle risikoen som slike investeringer medfører. Banken mener dagens rammeverk støtter opp under målet for forvaltningen om høyest mulig avkastning gitt en akseptabel risiko.

Norges Bank redegjør også for hvordan rammeverket for styring og kontroll av risiko er gjennomført i tråd med kravene i mandatet for forvaltningen. I henhold til mandatet for forvaltningen skal banken fastsette prinsipper for styring, måling og kontroll av risiko som minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Hovedstyret har fastsatt utfyllende retningslinjer for risikostyringen i banken. Disse tar for seg ulike typer risiko, som strategisk, investeringsrelatert og operasjonell risiko, og hvordan risiko skal håndteres og kontrolleres. Banken peker på at politisk risiko vil kunne påvirke verdien på investeringene og i så fall omfattes av begrepet investeringsrisiko. Videre trekker banken frem at hovedstyret har stilt krav om at faren for tap av omdømme skal vurderes. Leder av NBIM kan akseptere, men må informere hovedstyret om, operasjonell risiko eller fare for tap av omdømme som vurderes som vesentlig. Operasjonell risiko og fare for tap av omdømme som vurderes som kritisk, kan bare aksepteres av hovedstyret. Disse overordnede prinsippene ligger til grunn for bankens godkjenning av aksjemarkeder. Norges Bank håndterer risikoen ved enkeltinvesteringer i fremvoksende aksjemarkeder gjennom blant annet bruk av lokalt baserte eksterne forvaltere og gjennom risikobaserte nedvalg.

Videre skriver banken at det vil være utfordrende å sette sammen en delindeks for fremvoksende markeder som både tilfredsstillende kravene til en god referanseindeks, og som samtidig med stor grad av sikkerhet reduserer eksponering mot politisk risiko. Den mest effektive tilnærmingen for å redusere finansielle konsekvenser av politisk risiko vil generelt være å spre investeringen over et stort antall aksjemarkeder. Det tilsier etter bankens syn en bredt sammensatt indeks og at fondet, som i dag, bør ha mulighet til å investere i markeder som ikke inngår i indeksen.

Banken peker på at betydningen av landspesifikke forhold i fremvoksende markeder likevel kan tilsi at det kan vurderes tak på hvor stor andel ett enkelt fremvoksende marked bør kunne utgjøre av indeksen. Slike forhold kan tillegges særlig vekt dersom en stor eksponering går sammen med høy grad av risiko, herunder også ikke-finansiell risiko. I brev 15. april 2020 ba departementet om bankens vurdering av hvordan et eventuelt tak kan utformes og hvilke konsekvenser dette vil ha. Departementet mottok bankens vurderinger 27. august.

Norges Bank har i brevet 22. august 2019 ikke drøftet etiske hensyn knyttet til investeringer i enkeltland, men viser til at departementet har satt ned et utvalg som skal gjennomgå de etiske retningslinjene. Utvalgets rapport ble lagt frem 15. juni 2020, og er omtalt i avsnitt 6.3.

3.1.4 Rapport fra MSCI

På oppdrag fra Finansdepartementet har konsultentselskapet og indeksleverandøren MSCI utarbeidet en rapport som beskriver utviklingstrekk i det globale aksjemarkedet og analyserer konsekvenser av geografisk fordeling for historisk avkastning og risiko. Analysene er i hovedsak gjennomført med utgangspunkt i MSCIs globale indekser. Kapittel 8 gir en nærmere gjennomgang av enkelte av analysene.

MSCI peker i sin rapport på økende internasjonalisering av verdensøkonomien og finansmarkedene. Et viktig utviklingstrekk har vært den økte betydningen av fremvoksende økonomier. Ifølge MSCI utgjorde salgsinntekter i fremvoksende økonomier over 40 pst. av de børsnoterte selskapenes salgsinntekter i 2019. Nye markeder og selskaper fra fremvoksende markeder er også inkludert i globale aksjeindekser. Investorene sprer i økende grad sine aksjeinvesteringer globalt, se boks 3.1. MSCI viser til at disse utviklingstrekkene har gjort risikoen i markedene mer kompleks og sammensatt.

Boks 3.1 Forhold som kan ha betydning for fordelingen av globale aksjeinvesteringer

Selskapenes markedskapitalisering er et naturlig utgangspunkt for en investors fordeling av aksjeinvesteringer. I en markedsvektet, global aksjeportefølje bestemmes den geografiske fordelingen ut fra markedskapitaliseringen til selskapene som andel av det globale aksjemarkedet. Markedsvekter gjenspeiler mulighetsområdene for investorene og fordelingen til gjennomsnittsinvestoren.

I henhold til finansteorien vil investorer med like rammebetingelser og samme informasjon om forventet avkastning og risiko holde en andel av en markedsvektet portefølje. Denne markedsporteføljen vil gi det beste forholdet mellom forventet avkastning og risiko. I praksis har imidlertid investorer ulike rammebetingelser, preferanser og mål med investeringene, noe som gir opphav til avvik fra den geografiske fordelingen som følger av selskapenes markedskapitalisering.

Empiriske studier viser at den geografiske fordelingen av investorers aksjeinvesteringer varierer betydelig. Et særtrekk er at investorer generelt plasserer vesentlig mer i hjemlandet (såkalt «home bias») og land som likner hjemlandet («foreign bias») enn i øvrige land. Investorer sitter derfor tilsynelatende med mer risikable porteføljer enn om investeringene ble spredt bredere globalt. En omfattende empirisk forskningslitteratur har studert om slike tendenser kan forklares med at investorer har forskjellige rammebetingelser i ulike aksjemarkeder, eller om forskjeller mellom investorer, slik som målsettinger for investeringene og øvrige eendeler, er av betydning. En oversiktsartikkel av Cooper med flere (2013) konkluderer med at «home bias» ikke har én enkelt forklaring, men skyldes en kombinasjon av flere forhold.

Tabell 3.2 Anslag på «Home bias»¹ for investorer lokalisert i ulike land. Prosent

	1997	2001	2010	2016	2018
Japan	92	86	80	69	69
Canada	75	60	68	51	46
Frankrike	84	69	58	54	54
USA	79	70	53	45	43
Sveits		57	51	49	42
Storbritannia	76	64	52	40	33
Sverige	79	51	50	46	43
Tyskland		50	42	40	40
Danmark	80	56	44	42	39
Finland	94	74	40	34	32
Norge	85	50	30	17	19
Nederland	70	35	3	1	-6

¹ Home bias er definert som én fratrukket andelen investert globalt hos investor delt på andelen globale investeringer i en markedsvektet portefølje.

Kilde: IMF.

Boks 3.1 forts.

Forskjeller i investorers rammebetingelser kan være kapitalrestriksjoner, reguleringer, skattebetingelser eller andre kostnader ved å investere i de ulike markedene. Videre kan forskjeller i tilgang til eller kostnader med håndtering av informasjonen bidra til å forklare hvorfor det investeres mer i land med geografisk nærhet til en investors hjemland og mindre i land med annet språk, kultur og rettspraksis. I markeder med svakt investorvern og lav gjennomsiktighet øker risikoen for at ledelsen i et selskap, en hovedaksjonær eller staten begunstiger seg på bekostning av øvrige aksjonærer. I slike land kan innenlandske investorer ha bedre forutsetninger, informasjon og kontaktnettverk til å følge opp selskapene og egne interesser, enn det internasjonale investorer har.

Relevante forskjeller mellom investorer kan være sammensetningen av øvrige eiendeler og forskjeller i konsumet av internasjonale varer og tjenester. For eksempel kan en investor redusere risikoen i sin samlede balanse ved å se aksjeinvesteringene i sammenheng med øvrige eiendeler. Forskjeller i sammensetningen av konsum av internasjonale varer og tjenester gir også investorene ulik valutarisiko. Dersom valutassammensetningen av aksjeinvesteringene benyttes til å motvirke slik valutarisiko, vil også den geografiske sammensetningen av aksjeinvesteringene kunne variere hos investorer.

MSCI skriver i rapporten til Finansdepartementet at investorer i større grad plasserer kapitalen internasjonalt, men at hjemmemarkedet fortsatt er viktig, se tabell 3.2.

Til tross for en utvikling med tettere økonomisk og finansiell integrasjon, viser analysene at det fortsatt er en betydelig diversifiseringsgevinst ved å spre investeringene globalt. Denne gevinsten synes gjennomgående ikke å ha blitt redusert i en frilytjustert markedsvektet indeks de siste 20 årene, selv om den har falt i perioder med uro i de globale aksjemarkedene.

Videre viser analysene at for brede, globale porteføljer vil avkastningen og risikoen påvirkes systematisk av flere forhold. Utviklingen i regioner, land, industrier og andre systematiske risikofaktorer, slik som for eksempel variasjoner i investorers preferanser for omsettelighet i verdipapirene, har betydning. Bred diversifisering over alle disse dimensjonene kan bidra til å redusere den samlede risikoen i porteføljen. Investorer bør ifølge MSCI også vurdere betydningen av enkelt-selskaper med særlig høy markedsverdi, ettersom variasjoner i avkastningen på slike kan ha innvirkning på avkastningen til hele regioner.

MSCI skriver at regioner er meningsfulle byggeklosser i sammensetningen av en investeringsportefølje. Land i samme region er tettere økonomisk integrert, noe som bidrar til at samvariasjonen er høyere mellom markeder innen samme region enn mellom markeder i forskjellige regioner. Fremvoksende markeder skiller seg fra utviklede markeder blant annet fordi den landspesifikke risikoen er mer fremtredende. Analysene viser også at gevinstene ved å spre investe-

ringene mellom regionene er betydelige, og kan være større på lang sikt enn på kort sikt. Samvariasjonen mellom regionene har fluktuert over tid og økt noe de siste 20 årene. MSCIs analyser viser også at samvariasjonen faller når lengden på tidsperioden som analyseres øker, se temaartikkel i kapittel 8.

MSCI finner at det historisk har vært store forskjeller i langsiktig avkastning mellom regionene. Avkastningsforskjellene kan ses i sammenheng med at det har vært forskjeller i både nivået på lønnsomheten og verdsettelsen av de børsnoterte selskapene, samt utviklingen i disse størrelsene over tid. Fallende verdsettelse av overskuddene til japanske selskaper er for eksempel en viktig årsak til den lave gjennomsnittlig avkastning i asiatiske markeder. I perioden MSCI har vurdert, skiller nordamerikanske selskaper seg ut ved å ha vesentlig høyere lønnsomhet enn selskaper i andre regioner.

MSCI har også analysert effekten av forskjellige regionfordelinger basert på ulike vektingsprinsipper for aksjeindekser, herunder fulle- og frilytjusterte markedsverdier, størrelsen på regionenes økonomier målt ved BNP og likevektning av regionenes markedsverdier eller risiko, se kapittel 8. MSCI finner at de ulike vektingsprinsippene gir store forskjeller i den geografisk fordelingen, men at forskjellene i risiko og diversifiseringsgevinster på kort sikt har svært små. Forskjeller i omsettelighet i indeksene har heller ikke hatt stor

betydning for historisk avkastning. En friflytjustert indeks skiller seg imidlertid ut ved å ha høyere landkonsentrasjon enn øvrige fordelinger. MSCI skriver at langsiktige investorer bør vurdere slik landkonsentrasjon, og at risikoen knyttet til slik konsentrasjon ikke tilstrekkelig fanges opp av de mer kortsiktige risikomålene. En høy landkonsentrasjon øker investeringenes sårbarhet overfor utviklingen i enkeltregioner og jevner i mindre grad ut porteføljens eksponering mot regionale forskjeller i selskapenes langsiktige utvikling.

MSCI har også vurdert om enkelte regioner har høyere forventet avkastning enn andre. Analysene indikerer at fremvoksende markeder har høyere markedsrisiko, lavere markedsverdier, mindre omsettelighet og større politisk risiko enn utviklede markeder. Slike egenskaper har ifølge MSCI bidratt til å forklare forskjeller i avkastningen mellom markedene globalt. MSCI mener forventet aksjepremie trolig er høyere i fremvoksende markeder og at investorer kompenseres for den høyere risikoen. MSCI har også vurdert om forskjeller i landenes økonomiske vekst kan forklare forskjeller i langsiktig avkastning mellom land, men finner ingen sterk sammenheng.

3.1.5 Departementets vurderinger

Sentrale hensyn

Investeringsstrategien for SPU tar utgangspunkt i at risiko kan reduseres ved å spre investeringene mellom ulike aktivaklasser, land, sektorer og enkelt-selskaper. Den fremtidige utviklingen i verdensøkonomien er usikker og vil variere mellom land og regioner. Samtidig påvirkes rammevilkårene for børsnoterte selskaper og investorer i enkeltland av styresett og den politiske utviklingen. En bred geografisk spredning av investeringene gjør fondet mindre sårbart for utviklingen i enkeltland, jevner ut porteføljens svingninger og bidrar til et bedre forhold mellom forventet avkastning og finansiell risiko.

Målet med investeringene i SPU er høyest mulig avkastning målt i internasjonal valuta, til akseptabel risiko. I vurderingen av referanseindeksen for aksjer legger departementet vekt på kostnadseffektivitet, bred spredning av investeringene og høsting av risikopremier. Departementet legger videre vekt på at referanseindeksen skal være regelstyrt, etterprøvbart og transparent, samt være tilpasset fondets særtrekk som størrelse og investeringshorisont.

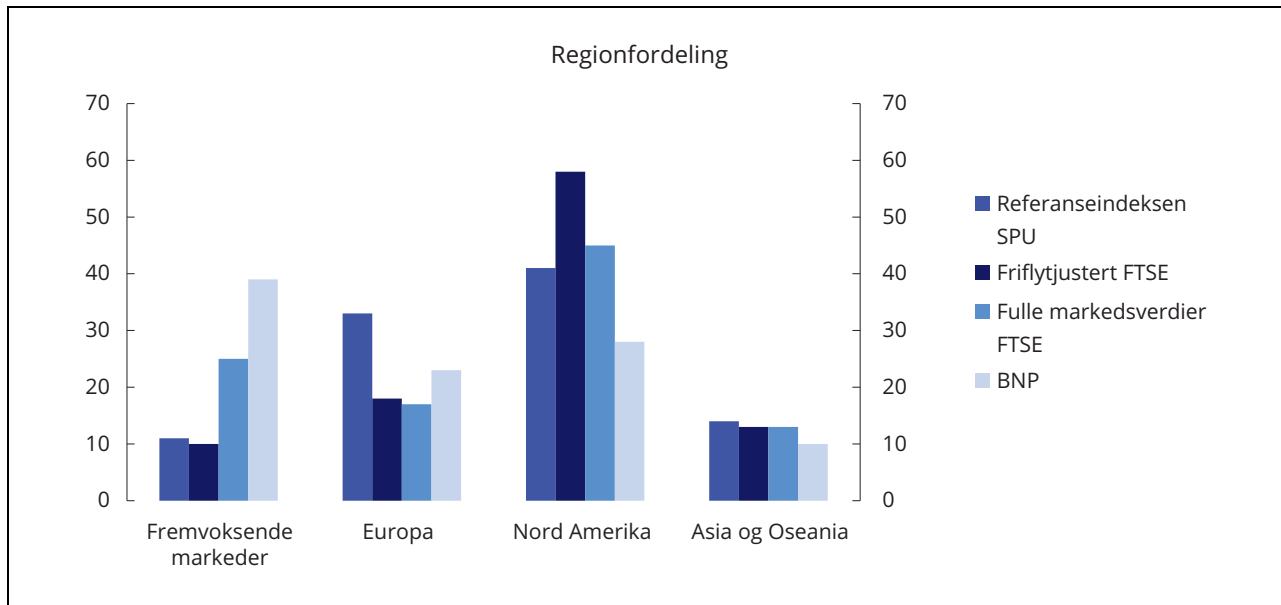
Vurderinger av markedsvekter og justeringsfaktorene

Investeringer i aksjemarkedet gir eierandeler i børsnoterte selskaper. En indeks som tar utgangspunkt i selskapenes markedskapitalisering gir en bred representasjon av verdiskapingen i de børsnoterte selskapene globalt og en bred spredning av investeringene mellom land, industrier og selskaper. Et lands vekt følger av andelen landets børsnoterte selskaper utgjør av det globale aksjemarkedet, målt i markedsverdi. Markedenes fordeling av kapitalen og utviklingen i denne blir dermed førende for den geografiske fordelingen.

Selskapenes markedskapitalisering er også det teoretisk foretrukne prinsippet for sammensetning av en global aksjeindeks. En investor som følger en markedsvektet indeks vil ha like eierandeler i alle selskapene i indeksen, investere likt med gjennomsnittsinvestoren og ha en avkastning og risiko som for det globale aksjemarkedet. Når investorer velger en annen fordeling, kan det blant annet begrunnes med at investoren har andre rammebetingelser, vurderinger eller mål med investeringene enn gjennomsnittsinvestoren. I boks 3.1 omtales forhold som kan ha betydning for fordelingen av globale aksjeinvesteringer nærmere.

Sammensetningen av dagens referanseindeks for aksjer i SPU tar utgangspunkt i selskapenes fulle markedskapitalisering, men med noen tilpasninger. For det første justerer indeksleverandøren selskapenes markedskapitalisering for blant annet omsettelighet, begrensninger på utenlandsk eierskap og fri flyt. Den viktigste tilpasningen for investorer er friflytjusteringen. En friflytjustert indeks tar utgangspunkt i selskapenes markedsverdier, men indeksvekten til et selskap reduseres når deler av markedsverdien ikke vurderes å være løpende tilgjengelig for kjøp og salg i aksjemarkedet. Dette vil ofte være eierandelene til langsiktige investorer, slik som familier, gründere og statlig eierskap. Friflytjusteringen gir dermed et bedre mål på omsetteligheten i verdipapirene og på investeringskapasiteten i markedene. Etter departementets vurdering er en friflytjustert indeks et godt utgangspunkt for en kostnadseffektiv forvaltning av et stort fond som SPU. Samtidig kan høyere omsettelighet i indeksen gi lavere forventet avkastning, dersom investorene krever kompensasjon for lavere omsettelighet. Departementet har merket seg at MSCI finner at ulik omsettelighet i indeksene i liten grad forklarer historiske avkastningsforskjeller.

Samtidig har departementet merket seg at en indeks justert for fri flyt dekker en mindre del av markedsverdien globalt og gir høyere landkon-



Figur 3.1 Regionfordeling av referanseindeksen til SPU, FTSE Global All Cap (friflyt), FTSE fulle markedesverdier og relativ BNP. Tall ved utgangen av 2. kvartal 2019. Prosent

Kilder: FTSE Russell, Macrobond, MSCI og Finansdepartementet.

sentrasjon enn fordelingen av de underliggende markedesverdiene. I overkant av 70 pst. av markedesverdiene globalt inngår i den friflytjusterte indeksen, men omfanget av justeringene varierer betydelig mellom regionene, se figur 3.1. Utviklede markeder i Nord-Amerika utgjør om lag 45 pst. av samlede markedesverdier globalt, og hele 58 pst. i den friflytjusterte indeksen som ligger til grunn for SPU's referanseindeks for aksjer.

Referanseindeksen for SPU er ytterligere tilpasset ved at selskapenes friflytjusterte markedskapitalisering tilordnes justeringsfaktorer i henhold til geografisk tilhørighet. Disse justeringsfaktorene er fastsatt av departementet, og medfører at fondets referanseindeks har en høyere andel i utviklede markeder i Europa, og en lavere andel i Nord-Amerika (USA og Canada), enn det som følger av både fulle og friflytjusterte markedesvekter, se figur 3.1.

Justeringsfaktorene i referanseindeksen for SPU benyttes ut fra en antagelse om at regioner er hensiktsmessige for å styre sammensetningen av risikoen i indeksen. MSCIs analyser understøtter en slik antagelse. I rapporten pekes det blant annet på at tett økonomisk integrasjon innenfor regionene gjør at markedene innenfor hver region svinger mer i takt med hverandre, enn med markeder i øvrige regioner. Fremvoksende markeder skiller seg fra utviklede markeder ved at avkastningen svinger mer og at risikoen i større grad påvirkes av landspesifikke forhold.

En utfordring ved fastsettelse av justeringsfaktorene er likevel at avkastningen og risikoen i aksjemarkedene er sammensatt og påvirkes av flere forhold utover regiontilhørighet. MSCIs analyser viser at avkastningen og risikoen i globale porteføljer blant annet påvirkes av utviklingen i land og industrier, i tillegg til utviklingen i flere andre risikofaktorer. En annen utfordring er at risikoen i aksjer utstedt av selskaper med global virksomhet og verdikjeder trolig påvirkes i mindre grad av utviklingen i landet eller regionen hvor de er børsnotert. Departementet vil også peke på at samvariasjonene mellom regionene svinger over tid, og at utviklingen fremover er usikker. Slike forhold gjør det krevende å vurdere hvordan avkastning og risiko i en global portefølje påvirkes av ulike regionfordelinger.

Departementet har merket seg at MSCIs analyser viser at gevinstene ved en regionfordeling som avviker fra en friflytjustert indeks har vært moderate på kort sikt. Mange hensyn synes dermed å være ivaretatt med en slik indeks. Samtidig trekker MSCI frem at en friflytjustert indeks gir høyere landkonsentrasjon enn øvrige vektingsprinsipper. Risikoen ved slik landkonsentrasjon fanges ikke tilstrekkelig opp av kortsiktige risikomål. Ifølge MSCI øker konsentrasjon av investeringene sårbarheten overfor utviklingen i enkeltregioner og jevner i mindre grad ut porteføljens eksponering mot regionale forskjeller i selskapenes langsiktige utvikling. Departementet deler

vurderingen av at langsiktige investorer bør vurdere konsekvensene av slik konsentrasjon.

Departementet vil i tillegg peke på at MSCIs analyser er basert på en periode (1994–2019) med sterk globalisering der landspesifikke forhold kan ha vært mindre fremtredende. I hvilken grad analyser fra denne perioden er tilstrekkelig dekkende for utviklingen fremover er usikkert. En utvikling mot økt økonomisk proteksjonisme og geopolitisk usikkerhet kan innebære at landspesifikke forhold blir viktigere for forskjeller i avkastning mellom markeder fremover.

Koronavirusutbruddet er også et eksempel på en hendelse som ikke fanges opp av tidsperioden MSCI har analysert. I en temaartikkel i kapittel 9 oppsummeres resultatene fra flere akademiske studier av sammenhengen mellom pandemier, økonomisk vekst og finansmarkeder. Under tidligere pandemier har det vært store forskjeller i dødelighet mellom land og i økonomiske konsekvenser mellom både land og sektorer, på kort og lang sikt. Pandemier har medført langvarige fall i kapitalavkastning, som er et mål for lønnsomhet, ettersom lavere tilbud av arbeidskraft har presset opp lønnsveksten og redusert selskapenes overskudd. Studier av utslagene av koronavirusutbruddet i finansmarkedene viser at både selskapers karakteristikk og sektortilhørighet bidrar til å forklare variasjoner, men at også flere landspesifikke forhold spiller inn. Aksjemarkedene i lavinntektsland har falt mer i verdi enn aksjemarkedene i høyinntektsland. Aksjemarkedene i land med høy statsgjeld og en høy andel av befolkningen over 65 år har også falt relativt mye i verdi. Samtidig er det fortsatt betydelig usikkerhet om effektene på lengre sikt. Nedstengingen av økonomisk aktivitet og de etterfølgende penge- og finanspolitiske tiltakene i forbindelse med det pågående virusutbruddet er enestående i historien og medfører at en må ta forbehold om hvilken overføringsverdi erfaringene fra tidligere pandemier har.

Nærmere om konsentrasjonsrisiko

I departementets vurderinger av regionfordelingen i 2012 ble det lagt vekt på at Nord-Amerika utgjorde en stor andel av en frilytjustert indeks. Departementet skrev at slik landkonsentrasjon kunne gjøre indeksen sårbar overfor utviklingen i amerikansk økonomi.

Departementet vil peke på at flere forhold bidrar til den høye vekten i Nord-Amerika, se boks 3.2 for nærmere omtale av regionfordelingen av globale markedsverdier. Økonomiene i Nord-

Amerika er store og velfungerende, finansmarkedene velutviklede og bredt diversifiserte og en stor andel av de globalt ledende selskapene er notert i regionen. Et annet forhold er at de børsnoterte selskapene i Nord-Amerika i gjennomsnitt har vært vesentlig mer lønnsomme enn selskaper i øvrige regioner, og har derfor en høyere markedsverdi.

Etter departementets vurdering er det krevende å vurdere risikoen knyttet til landkonsentrasjon i Nord-Amerika, og i hvilken grad slik risiko tilsier justeringer i referanseindeksen. Departementet har merket seg at Norges Bank i sitt brev viser til at sannsynligheten for ekstraordinær svak utvikling i resultatene for selskapene i enkeltmarkeder er vanskelig å tallfeste, og at det er vanskelig å vurdere om slik risiko allerede er gjenspeilet i markedsprisene. En annen problemstilling er at forhold som påvirker selskapenes lønnsomhet og verdsettelse er svært sammensatt. Høy lønnsomhet og verdsettelse er ikke et bredt basert markedsfenomen som favner om alle selskapene i regionen. Det er derfor usikkert hvor treffsikre beslutninger om regionfordelingen er for å regulere risikoen i en global aksjeportefølje. MSCIs analyser viser at den høye lønnsomheten i Nord-Amerika først og fremst er knyttet til enkeltsektorer, og at det i tillegg er store forskjeller i både lønnsomhet og verdsettelse på tvers av selskapene i denne regionen. Forskjellene har økt over tid og er høyere i Nord-Amerika enn i andre regioner.

Departementet mener likevel at landkonsentrasjon bør tillegges vekt i vurderinger av den geografiske fordelingen. Videre vil departementet peke på at indeksleverandørens frilytjustering er en viktig årsak til at landkonsentrasjonen i en slik indeks er vesentlig høyere enn det som følger av de fulle markedsvektene.

Den lave vekten dagens referanseindeks har i Nord-Amerika relativt til en frilytjustert indeks, motsvares av en høyere vekt i utviklede markeder i Europa. Referanseindeksen har i dag en vesentlig høyere andel i Europa enn regionens andel av globalt BNP, fulle markedsverdier og frilytjusterte markedsverdier skulle tilsi. Den høye andelen i Europa må ses i sammenheng med at hensynet til valutarisiko historisk ble tillagt stor vekt i vurderingen av regionsammensetningen. Departementet vil peke på at Europa-andelen er et aktivt valg om geografisk fordeling som også gjør referanseindeksen mindre representativ for det globale aksjemarkedets sektor- og selskapssammensetning. For eksempel fører dette valget til at SPUs referanseindeks har en lavere vekt i teknologisektoren, og at

eierandelene i europeiske teknologiselskaper er mer enn dobbelt så høye som i de nord-amerikanske selskaper. Gevinstene med en lavere landkonsentrasjon i Nord-Amerika må vurderes opp mot slike effekter.

Andre forhold

Lang investeringshorisont og begrenset likviditetsbehov kan isolert sett gjøre fondet godt egnet til å bære risiko og høste potensielle risikopremier, for eksempel knyttet til lav omsettelighet. Slike risikopremier kan gi opphav til forskjeller i forventet avkastning mellom regionene. MSCI skriver at forventet aksjepremie i fremvoksende markeder er høyere enn i utviklede markeder og kompensere investorer for den høyere risikoen i disse markedene. Norges Bank skriver i brev 21. august 2019 at høyere markedsrisiko i fremvoksende markeder kan gi grunnlag for å forvente høyere avkastning i fremvoksende markeder. Banken peker samtidig på at den realiserte avkastningen har vært lavere enn hva det er rimelig å forvente, gitt den høyere markedsrisikoen. Departementet har merket seg at Norges Bank anbefaler å videreføre dagens vekt i fremvoksende markeder.

Forskjeller i investorers rammevilkår i de ulike markedene hva angår skatt og eierskapspraksis kan også ha betydning for forventet avkastning og risiko. Banken peker i sitt brev på at dersom fondet har vesentlige fortrinn eller ulemper sammenlignet med marginale investorer, kan slike forhold ha betydning for den geografiske fordelingen. Samtidig viser banken til at dette er krevende å vurdere i praksis, og anbefaler ingen konkrete tilpasninger.

Forslag til nye justeringsfaktorer

Etter en samlet vurdering legger departementet opp til å endre justeringsfaktorene i referanseindeksen for aksjer i SPU slik at andelen utviklede markeder i Europa justeres noe ned og andelen i Nord-Amerika justeres tilsvarende opp. Dette er i tråd med anbefalingen fra Norges Bank. Formålet med endringene er at aksjeindeksen bedre skal representere verdiskapingen i børsnoterte selskaper globalt. Hensynet til bred spredning av investeringene mellom ulike regioner tilsier imidlertid at andelen av referanseindeksen i Nord-Amerika fortsatt bør være noe lavere enn det som følger av friflytjusterte markedsvekter.

Departementets forslag til nye justeringsfaktorer fremgår av tabell 3.3. Andelen utviklede markeder i Nord-Amerika anslås med nye justerings-

faktorer å øke med om lag 6 prosentenheter, til i overkant av 48 pst., basert på markedsverdier ved utgangen av 2019. Andelen utviklede markeder i Europa reduseres om lag tilsvarende, men vil fortsatt være høyere (om lag 8 prosentenheter) enn regionens andel av det globale børsnoterte aksjemarkedet (fulle markedsvekter) og vekten i den friflytjusterte FTSE Global All Cap-indeksen.

For øvrige utviklede markeder legges det opp til å videreføre dagens justeringsfaktor. Vekten er ikke vesentlig forskjellig fra regionens andel av det globale aksjemarkedet (fulle markedsvekter) eller friflytjusterte markedsvekter. Departementet legger også opp til å videreføre dagens justeringsfaktor for fremvoksende markeder. En slik videreføring for både øvrige utviklede markeder og fremvoksende markeder er i tråd med Norges Banks anbefaling.

Med departementets forslag til nye justeringsfaktorer blir referanseindeksen mer representativ for det globale aksjemarkedet og noe mindre knyttet til utviklingen i europeiske selskaper. Departementet legger til grunn at avkastningen av referanseindeksen vil bli mer lik det som følger av utviklingen i det globale aksjemarkedet, representert ved friflytjusterte indekser. Forslaget til nye justeringsfaktorer ventes ikke å ha vesentlige konsekvenser for forventet avkastning og risiko i fondet samlet sett. Egenskapene ved den nye referanseindeksen for aksjer, som historisk avkastning og risiko, sektorfordeling og eierandeler er omtalt i boks 3.3.

Tilpasningen i den operative forvaltningen til ny regionfordeling i referanseindeksen for aksjer ventes å medføre et betydelig transaksjonsbehov. En gradvis innfasing vil gi lavere transaksjonskostnader. Koronapandemien bidrar til større usikkerhet i finansmarkedene enn normalt. Innfasingen bør ta høyde for slik usikkerhet. Departementet vil utarbeide en plan for innfasing av ny referanseindeks for aksjer i samråd med Norges Bank.

Delindeksen for fremvoksende markeder

SPUs referanseindeks for aksjer inkluderer i utgangspunktet alle markeder indeksleverandøren FTSE Russell har klassifisert som utviklede, avanserte fremvoksende eller sekundære fremvoksende markeder. Indeksleverandøren har satt sammen indeksen basert på åpne, regelbaserte og etterprøvbare kriterier.

Referanseindeksen er over tid utvidet til å inkludere flere fremvoksende aksjemarkeder, fra et begrenset antall i 2000 til 23 ved utgangen av

Tabell 3.3 Regionfordeling med gjeldende og nye justeringsfaktorer per utgangen av 2019

	Europa	Nord-Amerika	Øvrige utviklede markeder	Fremvoksende markeder
FTSE Global All Cap (pst.)	18,4	58,0	13,3	10,3
Dagens justeringsfaktorer	2,5	1,0	1,5	1,5
Dagens fordeling SPU (pst.)	33,0	41,6	14,3	11,1
Nye justeringsfaktorer	2,0	1,15	1,5	1,5
Ny fordeling SPU (pst.)	26,5	48,0	14,3	11,2
Differanse (prosentenheter)	-6,5	6,4	0,0	0,1

Kilder: FTSE Russell og Finansdepartementet.

2019. I tillegg til indeksleverandørens klassifisering av markedene, har departementet stilt krav om at Norges Banks hovedstyre skal godkjenne alle markedene fondets aksjeportefølje investeres i. Banken har, med unntak av Pakistan, godkjent alle markedene i referanseindeksen. I tillegg har banken valgt å investere fondet i markeder og selskaper utenfor indeksen. Slike investeringer skjer innenfor rammen for avvik fra referanseindeksen.

Fremvoksende aksjemarkeder utgjør en stor del av det globale aksjemarkedet, jf. figur 3.2. Investeringer i disse markedene vil kunne bidra til risikospredning og høsting av risikopremier. Samtidig skiller fremvoksende markeder seg fra utviklede markeder ved at avkastningen svinger mer og at landspesifikke forhold i større grad påvirker risikoen. Fremvoksende markeder er mindre likeartede enn utviklede markeder og er gjennomgående preget av svakere institusjoner, mindre åpenhet og svakere beskyttelse av minoritetsaksjonærens interesser. Slike forhold gjør det mer utfordrende å ivareta rollen som ansvarlig investor på en tilstrekkelig god måte. Norges Bank skriver imidlertid i sitt brev 22. august 2019 at de har gode erfaringer fra snart 20 år som statlig minoritetsaksjonær i selskaper i fremvoksende markeder.

Finanskomiteen pekte i innstillingen til fondsmeldingen våren 2018 på at når referanseindeksen utvides til å omfatte land med grunn til bekymring for menneskerettighetssituasjonen, er det viktig at retningslinjene for observasjon og utelukkelse gjennomgås og «operasjonaliseres slik at de er tilstrekkelig robuste i forhold til utfordringene i disse markedene.»⁹ Videre pekte Etikkrådet i brev 13. november 2018 på at flere land med stor risiko for menneskerettighetsbrudd er blitt inklu-

dert i indeksen og at det generelt er dårlig informasjonstilgang i slike land. Det vanskeliggjør ansvarlig forvaltning.¹⁰

Departementet mener dette er forhold som er relevante for vurderingen av investeringer i fremvoksende markeder. Det vises i den sammenheng til at Finansdepartementet våren 2019 satte ned et utvalg for å gjennomgå de etiske retningslinjene for SPU. Utvalget har blant annet vurdert problemstillinger knyttet til enkeltland, herunder land med lokalt regelverk som bryter med anerkjente internasjonale konvensjoner og standarder samt land med generelt begrenset informasjonstilgang. Utvalget leverte sin utredning 15. juni 2020. Utvalgets arbeid vil inngå som del av grunnlaget for departementets vurderinger av delindeksen for fremvoksende markeder. Rapporten er sendt på offentlig høring, og departementet arbeider med sikte på å legge frem sine vurderinger i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2021. Utvalgets arbeid er omtalt i avsnitt 6.3.

Departementet mener det er behov for å arbeide videre med å vurdere delindeksen for fremvoksende markeder, herunder om særtrekk ved slike markeder bør ha betydning for sammensetningen av referanseindeksen. Norges Bank har i brev 22. august 2019 vist til at dagens metode og regler for sammensetningen av delindeksen for fremvoksende markeder i referanseindeksen for aksjer bør videreføres, men at betydningen av landspesifikke forhold i fremvoksende markeder kan tilsi at det kan vurderes å sette tak på hvor stor andel ett enkelt fremvoksende marked bør

⁹ Se Innst. 370 S (2017–2018).

¹⁰ Se omtale i fondsmeldingen fra 2019.

kunne utgjøre av indeksen. Slike forhold kan tillegges særlig vekt dersom en stor eksponering går sammen med høy grad av risiko, herunder ikke-finansiell risiko. I brev 15. april 2020 ba departementet banken vurdere hvordan et slikt tak konkret kan utformes og hvilke konsekvenser dette vil ha. Departementet mottok bankens analyser og vurderinger 27. august 2020. Brevet er tilgjengelig på departementets nettsider.

Departementet legger på denne bakgrunn opp til å komme tilbake med vurderingene av rammeverket for investeringer i fremvoksende markeder

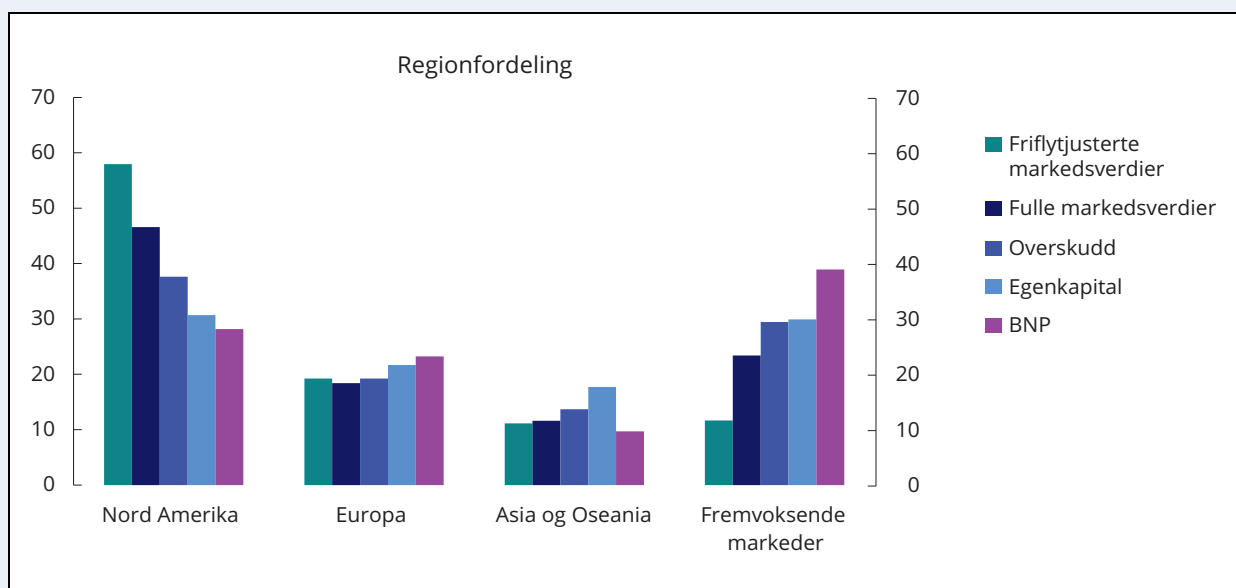
i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2021. Vurderingene vil da kunne bygge på Etikktvalgets utredning og høringsuttalelser til denne, i tillegg til analyser og vurderinger fra Norges Bank.

Departementet legger ikke opp til å inkludere nye markeder i referanseindeksen før det er tatt stilling til rammeverket for og sammensetningen av fremvoksende aksjemarkeder i referanseindeksen. Det betyr at Saudi-Arabia, som FTSE Russell inkluderte i FTSE Global All Cap i mars 2019, og Romania, som er planlagt inkludert i september 2020, inntil videre ikke vil inngå i fondets referanseindeks.

Boks 3.2 Regionfordelingen av globale markedsverdier

Regionfordelingen av globale friflytjusterte markedsverdier avviker fra fordelingen som følger av økonomienes relative størrelse målt ved brutto nasjonalprodukt (BNP). Avvikene er mest fremtredende i Nord-Amerika og i fremvoksende markeder. Mens Nord-Amerika har en betydelig høyere vekt i en friflytjustert indeks enn det som følger av regionens andel av globalt BNP, er det motsatte tilfelle for fremvoksende

markeder. Figur 3.2 gir en oversikt over regionfordelingen av globalt BNP, selskapenes bokførte egenkapital, overskudd og fulle markedsverdier. Fordelingene er basert på aksjeindeksen MSCI ACWI. En analyse basert på indeksprodukter fra leverandøren av SPU's referanseindeks for aksjer, FTSE Russell, ville gitt om lag tilsvarende resultater.



Figur 3.2 Regionfordeling basert på relativ BNP, selskapenes bokførte egenkapital, de børsnoterte selskapenes overskudd etter skatt, fulle markedsverdier og friflytjusterte markedsverdier. Fulle markedsverdier og friflytjusterte markedsverdier er basert på selskapene som inngår i indeksen MSCI ACWI. Prosent

Kilde: MSCI.

Boks 3.2 forts.

Nord-Amerika

Nord-Amerikas store andel av det globale aksjemarkedet målt ved markedskapitaliseringen kan ses i sammenheng med at selskapene i regionen i gjennomsnitt har vært mer lønnsomme enn selskaper i øvrige regioner. Regionens andel av den globale egenkapitalen er noe større enn andelen av BNP, mens høy egenkapitalavkastning har bidratt til at Nord-Amerikas andel av overskuddene globalt er vesentlig større. Videre er egenkapitalavkastningen en viktig årsak til at nordamerikanske selskaper verdsettes høyere enn selskaper i øvrige regioner. Regionens andel av det globale aksjemarkedet er derfor høyere enn det både andelen av overskuddene og egenkapitalen skulle tilsi. Friflytjustering bidrar til at den høye vekten til nordamerikanske aksjer øker ytterligere, fra 47 pst. ved fulle markedsvekter til 58 pst. i indeksen MSCI All Cap.

Det kan være flere årsaker til at egenkapitalavkastningen av nordamerikanske selskaper i gjennomsnitt er høyere enn i selskaper i øvrige regioner. Blant annet trekkes det frem at de store selskapene i regionen kan ha betydelig markedsrett¹. Det pekes i den forbindelse på en utvikling med høyere markedskonsentrasjon i flere vare- og tjenestemarkeder. Videre har selskaper som Google og Facebook skaffet seg en dominerende posisjon i sine markeder. Høyere lønnsomhet kan samtidig være et resultat av kostnadsfortrinn. MSCIs analyser av egenkapitalavkastningen globalt, viser at bildet er sammensatt. Det er store variasjoner i egenkapitalavkastningen også innad i regionen, og den høye egenkapitalavkastningen kan knyttes til enkeltsektorene teknologi, industri og konsum.

Fremvoksende markeder

I fremvoksende økonomier finner en mindre andel av verdiskapingen sted i selskaper notert på regulerte markedsplasser enn i utviklede markeder. Den bokførte verdien av egenkapitalen i børsnoterte selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder utgjør derfor en lavere andel av den globale egenkapitalen enn fremvoksende markeds andel av verdensøkonomien målt ved BNP, se figur 3.2. Selskaper notert i fremvoksende markeder har hatt en egenkapitalavkastning på linje med selskaper i utviklede markeder, men er likevel verdsatt lavere. Høyere risiko er en viktig forklaring på hvorfor selskapene i fremvoksende markeder verdsettes lavere enn selskaper i utviklede markeder. Analyser fra MSCI viser at fremvoksende markeder har høyere markedsrisiko, lavere omsettelighet og større landrisiko.

Indeksleverandørens justeringer, slik som friflytjustering, har stor betydning for fremvoksende markeds andel av indekser basert på globale markedsverdier. Andelen faller fra 23 pst. med fulle markedsverdier til 12 pst. etter slike justeringer. Et stort innslag av selskaper kontrollert av stater, familier eller andre langsiktige eiere forklarer de store friflytjusteringene i fremvoksende markeder. Konsentrert eierskap kan ha betydning for eierstyringen og minoritetsaksjonærenes rettigheter. MSCI finner at stor friflytjustering typisk sammenfaller med lavere gjennomsnittlig kvalitet på eierstyringen.

¹ Se for eksempel Chad Syversen (2019), "Macroeconomics and Market Power: Context, Implications, and Open Questions" *Journal of Economic Perspectives*, 33 (3) pp. 23–43.

Boks 3.3 Egenskaper ved ny referanseindeks for aksjer

Historisk avkastning og risiko

SPUs referanseindeks for aksjer tar utgangspunkt i den globale aksjeindeksen FTSE Global All Cap. Departementet har delt referanseindeksen inn i fire regioner som består av utviklede markeder i Nord-Amerika, utviklede markeder i Europa, øvrige utviklede markeder samt fremvoksende markeder. Norge er tatt ut av indeksen. Departementet har videre tilordnet en faktor i henhold til regiontilhørighet, som justerer de friflytjusterte markedsverdiene til selskapene i de ulike regionene. Justeringsfaktorene innebærer at europeiske selskaper har høyere vekt i referanseindeksen for aksjer enn i FTSE Global All Cap, mens nordamerikanske selskaper har lavere vekt. Selskaper i Asia og Oseania (utviklede markeder) og i fremvoksende marke-

der har om lag samme vekt som i FTSE Global All Cap.

Justeringsfaktorene har ført til at den realiserede avkastningen og risikoen (volatiliteten) til referanseindeksen for aksjer har avveket fra avkastningen og risikoen i FTSE Global All Cap-indeksen (unntatt Norge). Det skyldes i hovedsak ulik vektning av utviklede markeder i Nord-Amerika og Europa.¹

Tabell 3.4 viser annualisert avkastning og risiko for FTSE Global All Cap-indeksen i perioden fra september 2003 til desember 2019, målt i SPU's valutakurv. Tabellen viser videre avkastning og risiko for en justert FTSE Global All Cap-indeks, der henholdsvis *dagens* og *nye* justeringsfaktorer er anvendt på de fire regionene, heretter betegnet *dagens referanseindeks* og *ny referanseindeks*.

Tabell 3.4 Historisk årlig avkastning, volatilitet og maksimalt fall («maximum drawdown») for FTSE Global All Cap-indeksen, *dagens referanseindeks* og *ny referanseindeks* i perioden september 2003 til desember 2019, målt i fondets valutakurv. Prosent

	FTSE Global All Cap	FTSE Global All Cap m/ dagens justeringsfaktorer	FTSE Global All Cap m/ nye justeringsfaktorer
Avkastning	9,11	8,77	8,90
Volatilitet	13,0	13,4	13,2
Maks. fall	-55,0	-56,4	-55,8

Kilder: Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.

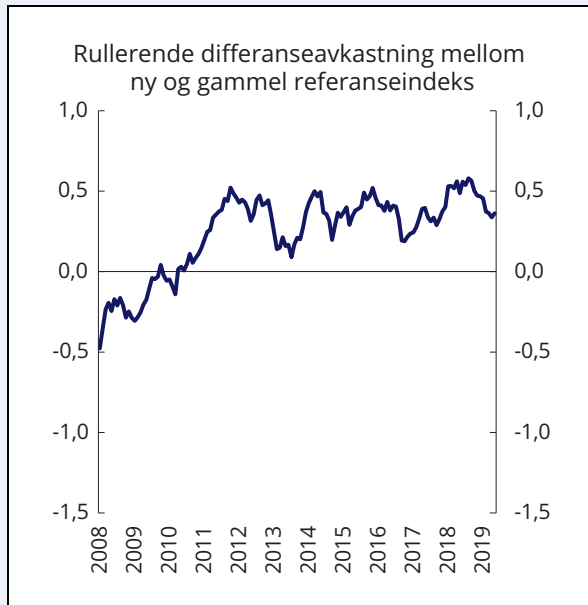
Tabellen viser at FTSE Global All Cap-indeksen har gitt en noe høyere avkastning og lavere volatilitet enn de øvrige indeksene. Det skyldes i hovedsak høyere vekt i Nord-Amerika, som i analyseperioden hadde høyere gjennomsnittlig avkastning og lavere volatilitet enn Europa. Ny referanseindeks hadde gitt noe høyere avkastning og lavere volatilitet enn *dagens referanseindeks*.

Avkastningsforskjellen har imidlertid variert over tid. Det kan illustreres ved å beregne avvikene i rullerende periodeavkastning. Figur 3.3 viser differansen mellom annualisert 5-års avkastning for *ny referanseindeks* og annualisert 5-års avkastning for *dagens indeks*. Figuren viser at inntil utgangen av 2010 ville *dagens referanseindeks* gitt høyere avkastning enn den nye

indeksen. Resultatet innebærer at det frem til og med 2010 hadde vært hensiktsmessig å ha en høyere andel i Europa. Fra og med 2011 har det vært motsatt. Det er rimelig å anta at avkastningsforskjellene mellom *dagens* og *ny referanseindeks* vil fortsette å variere over tid.

Maximum drawdown betegner den maksimale nedgangen fra topp til bunn over en valgt periode, og er således et mål på risikoen for store verdifall («nedsiderisiko» eller «halerisiko»). Tabell 3.4 illustrerer at denne risikoen har vært om lag på samme nivå for *dagens* og *ny referanseindeks*. Den maksimale nedgangen som ble målt i perioden var henholdsvis -56,4 pst. og -55,8 pst. Verdifallet fant sted i perioden fra 31. oktober 2007 til 27. februar 2009.

Boks 3.3 forts.



Figur 3.3 Forskjell i 5-års rullende gjennomsnittlig avkastning mellom ny og dagens referanseindeks), målt i fondets valutakurv i perioden desember 2003 til desember 2019. Prosent

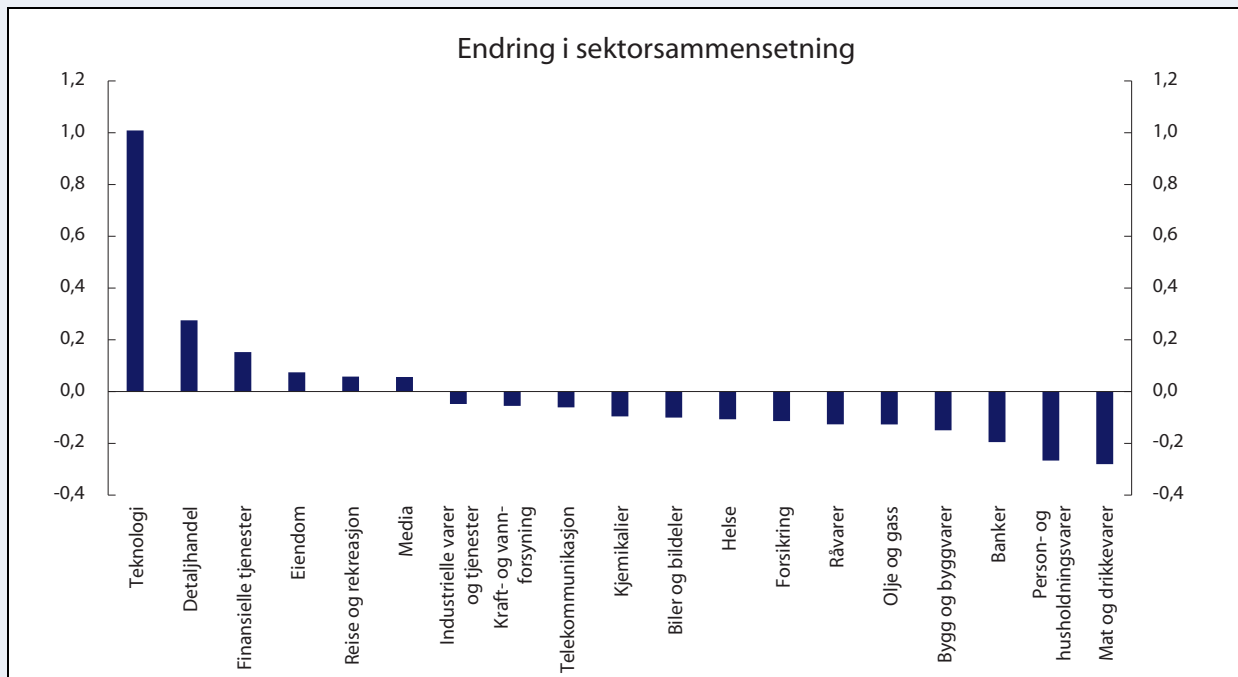
Kilder: Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.

Relativ volatilitet

Differanseavkastningens årlige standardavvik omtales som relativ volatilitet. Relativ volatilitet gir uttrykk for hvor store svinginger det har vært i differanseavkastningen over tid. Relativ volatilitet for den nye referanseindeksen målt mot dagens er beregnet til 0,6 pst. for perioden fra september 2003 til desember 2019, målt i fondets valutakurv. Den statistiske tolkningen av resultatet er at forskjellen i årlig avkastning har vært mindre enn 0,6 prosentenheter i om lag to av tre år i denne tidsperioden.

Sektorsammensetning

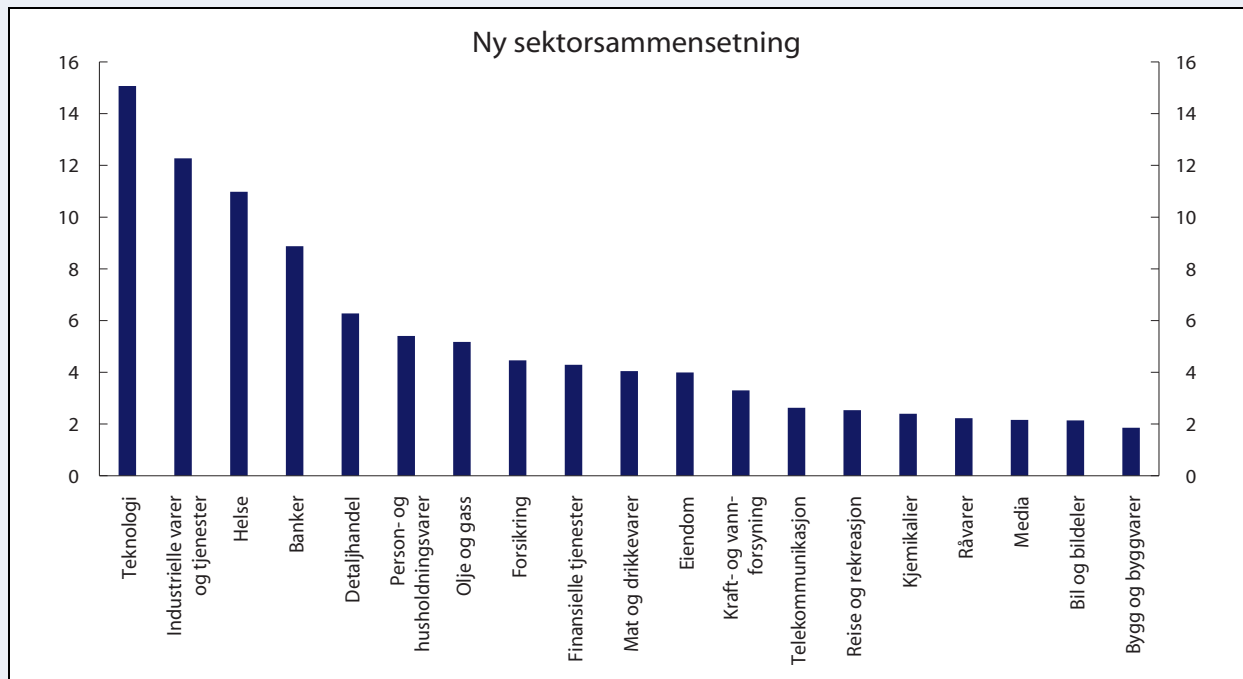
De nye justeringsfaktorene innebærer at referanseindeksen vil ha en høyere andel utviklede markeder i Nord-Amerika og lavere andel utviklede markeder i Europa. Det medfører også mindre endringer i sektorsammensetningen, se figur 3.4. Teknologisektorens andel i referanseindeksen øker med om lag en prosentenheter. Endringen i øvrige sektorer er mindre enn 0,3 prosentenheter. Ny sektorsammensetning er vist i figur 3.5. Andelen i teknologi øker til om lag 15 pst.



Figur 3.4 Forskjell i sektorsammensetning ved overgang til nye justeringsfaktorer. Prosentenheter

Kilder: Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.

Boks 3.3 forts.



Figur 3.5 Ny sektorsammensetning i referanseindeksen for aksjer ved overgang til nye justeringsfaktorer. Tall per 31.12.2019. Prosent

Kilder: FTSE Russell og Finansdepartementet.

Eierandeler i selskaper

De nye justeringsfaktorene innebærer at gjennomsnittlige eierandeler blir noe jevnere mellom regionene. Tabell 3.5 viser gjennomsnittlige, friflytjusterte eierandeler ved utgangen av 2019 med henholdsvis dagens referanseindeks

og ny referanseindeks. Eierandelene i nordamerikanske selskaper øker med om lag 0,15 prosentenheter, mens eierandeler i europeiske selskaper reduseres med i underkant av 0,5 prosentenheter. For selskaper i Asia/Oseania og fremvoksende markeder er endringene marginale.

Tabell 3.5 Gjennomsnittlige, friflytjusterte eierandeler i selskaper ved overgang til nye justeringsfaktorer. Tall per 31.12.2019. Prosent

	Europa (utviklet)	Nord- Amerika	Øvrige (utviklet)	Fremvoksende markeder
Dagens eierandel	2,50	1,01	1,58	1,48
Ny eierandel	2,01	1,16	1,58	1,49

Kilder: Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.

¹ Mindre avvik i vekten av regionene Asia/Oseania (utviklede markeder) og fremvoksende markeder, samt etiske uttrekk, har også bidratt til ulik avkastning og risiko, men effekten er begrenset.

3.2 Investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering

3.2.1 Bakgrunn

I meldingen *Statens pensjonsfond 2018* vurderte Finansdepartementet om det skulle åpnes for at SPU kunne investeres i aksjer i unoterte selskaper på generelt grunnlag. Departementet pekte på at en generell åpning for unoterte aksjeinvesteringer vil kunne gi Norges Bank flere investeringsmuligheter i den aktive forvaltningen. Samtidig ble det vist til at denne typen investeringer vil kunne påvirke fondets omdømme og utfordre sentrale kjennetegn ved dagens forvaltningsmodell, som åpenhet, lave kostnader og vektlegging av systematisk risiko i noterte markeder. Det ble også pekt på at unoterte aksjeinvesteringer generelt er mer komplekse og krever en annen kompetanse enn noterte aksjeinvesteringer, samtidig som slike investeringer stiller høye krav til styringsstruktur og ansvarslinjer i forvaltningsorganisasjonen. Etter en samlet vurdering la departementet ikke opp til å åpne for investeringer i unoterte aksjer i SPU. Stortinget sluttet seg til dette, se Innst. 370 S (2017–2018).

Finansdepartementet viste i meldingen til at Norges Bank allerede har mulighet til å investere i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering, og at en i dialogen med banken ville følge opp denne adgangen. I brev 27. mars 2019 ble banken på denne bakgrunn blant annet bedt om å gjøre rede for rammeverk og erfaringer med investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering, samt å vurdere om reguleringen i mandatet fra departementet bør endres. Departementet mottok bankens svarbrev 23. august 2019, se avsnitt 3.2.2. Brevene er tilgjengelige på departementets nettsider. Departementets vurderinger fremgår av avsnitt 3.2.3.

3.2.2 Norges Banks brev

Norges Bank viser til at bankens rammeverk for investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering, på samme måte som for andre investeringer, stiller krav til styring, kontroll og oppfølging av relevant risiko. Banken trekker blant annet frem at instrumentet det investeres i og markedet selskapet noteres på, skal godkjennes før investeringen foretas, jf. mandatet § 3-10. Banken peker videre på at det i forkant av investeringer gjennomføres en grundig investeringsgjennomgang («due diligence»), hvor finansielle, juri-

diske, skattemessige og forretningsmessige forhold av betydning gjennomgås.

Norges Bank skriver at den har vurdert flere, men bare gjennomført én investering i selskaper som søker børsnotering. Banken inngikk i mai 2012 en avtale om kjøp av 4,2 pst. av selskapet Delta Topco Ltd., som eide rettighetene til Formel 1. Selskapets styre hadde på kjøpstidspunktet søkt om børsnotering i Singapore. Som følge av endrede markedsforhold besluttet styret i juni 2012 å utsette børsnoteringen. Banken valgte å forbli investert i selskapet frem til 2017, da det ble solgt til Liberty Media mot oppgjør i dette selskapets børsnoterte aksjer.¹¹ Norges Bank skriver at Delta Topco Ltd. betalte banken store utbytter i perioden det var i privat eie, og den samlede avkastningen av investeringen var på linje med det brede aksjemarkedet, når det tas hensyn til forskjeller i markedsrisiko.

Norges Bank skriver at håndteringen av denne investeringen illustrerer hvordan banken normalt vil håndtere situasjoner der selskaper fondet investeres i eventuelt ikke børsnoteres. Muligheten til å forbli eier av det unoterte selskapet trekkes frem som en fordel sammenlignet med en situasjon hvor banken tvinges til å selge aksjen innen et bestemt tidsrom. Banken mener det etablerte rammeverket for slike investeringer har fungert godt.

Banken skriver videre at fondet ofte deltar i offentlige emisjoner ved nye børsnoteringer, og i transaksjoner som følger i etterkant av en børsnotering. Deltagelse i offentlige emisjoner kan bidra til en mer effektiv forvaltning ved at fondet investeres i aksjene før disse inkluderes i referanseindeksen. Samtidig vil ikke alle aksjer som børsnoteres bli inkludert i indeksen. Banken viser til at i over halvparten emisjonene fondet har deltatt i siden 2016, har ikke aksjene blitt inkludert i indeksen. Deltakelse i offentlige transaksjoner ved nye børsnoteringer har over tid gitt en meravkastning i forhold til å kjøpe aksjen rett etter notering.

Norges Bank har til nå tolket bestemmelsen om intensjon om børsnotering som at det må foreligge et konkret styrevedtak i selskapene om å søke børsnotering i nær fremtid. Bankens erfaring er at slike vedtak fattes sent i prosessen, og at flere transaksjoner som kunne vært aktuelle for fondet derfor ikke er blitt vurdert. Erfaringen med investeringen i Delta Topco Ltd. viser samtidig at det ikke er sikkert at en børsnotering finner sted, selv om styret i selskapet har sendt en formell søknad

¹¹ Aksjer i Liberty Media var på det tidspunktet allerede en del av fondets referanseindeks.

om dette. Bankens vurdering er at ordlyden i dagens bestemmelse om at styret skal ha uttrykt en *intensjon* om børsnotering bør endres.

Et alternativ kan ifølge Norges Bank være å åpne for at SPU kan investeres i unoterte aksjer i *store* selskaper som ennå ikke er børsnotert, innenfor en ramme på 1 pst. av aksjeporteføljen. I slike selskaper vil det ofte være andre institusjonelle investorer inne som eiere, som kan bidra til å skape en viss likviditet i aksjen. Banken mener det er rimelig å forvente at flere av disse selskapene vil søke børsnotering på et senere tidspunkt. Sannsynligheten for børsnotering er et av forholdene som banken vil måtte vektlegge i investeringsgjennomgangene. En slik åpning vil etter bankens syn gjøre det mulig å bygge ønsket eksponering over en lengre periode i større selskaper som ennå ikke er børsnotert.

Banken peker på at slike investeringer bør reguleres på samme måte som andre investeringer som ikke er del av referanseindeksen. Reguleringen bør utformes slik at banken kan forvalte investeringene på en måte som støtter opp under målet for forvaltningen. Banken trekker blant annet frem at aksjene i unoterte selskaper bør kunne eies så lenge banken mener det er hensiktsmessig.

Norges Bank peker videre på at en tydeligere regulering av investeringer i store selskaper som ennå ikke er børsnotert kan bidra til at risikoen ved slike investeringer er tilstrekkelig godt forankret. Reguleringen bør ifølge banken gjøres gjennom en kombinasjon av rammer fastsatt av henholdsvis Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre. Banken mener blant annet at det bør delegeres til hovedstyret å fastsette rammer for minimumsstørrelse på selskapene det kan investeres i og en øvre begrensning på eierandel.

3.2.3 Departementets vurderinger

Forvaltningsmandatet for SPU gir Norges Bank adgang til å investere aksjeporteføljen i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass (unoterte selskaper som søker børsnotering). En slik adgang har vært del av mandatet siden 1. januar 2011. I meldingen om Statens pensjonsfond våren 2011 viste Finansdepartementet til at det legger til rette for at banken kan utnytte særtrekk ved SPU, og ivaretar hensynet til en effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget.

Intensjonen med bestemmelsen er at banken skal kunne bygge eksponering mot selskaper *i forkant* av en forestående børsnotering. Departemen-

tet vil trekke frem at det generelt er stor usikkerhet knyttet til om og når selskaper noteres. Foreligger det et konkret styrevedtak om børsnotering, er det etter departementets syn rimelig å legge til grunn at usikkerheten er lavere enn uten et slikt styrevedtak. Bankens forslag innebærer etter departementets syn større sannsynlighet for at SPU vil kunne forbli direkte investert i slike selskaper i lang tid uten at en kan vise til et konkret styrevedtak som begrunnelse for investeringsbeslutningen.

Departementet mener dagens krav om intensjon om børsnotering bør videreføres. Reguleringen i forvaltningsmandatet av slike investeringer bør samtidig tydeliggjøres noe.

Unoterte investeringer er generelt mer komplekse enn noterte investeringer og er ikke underlagt samme rapporteringskrav. Investeringene omsettes ikke regelmessig i markedet, og det er vanskeligere å avdekke den faktiske markedsprisen på investeringene. Vurderinger av avkastning og risiko vil dermed være mer usikre enn i noterte markeder. Lav omsettelighet medfører videre at en avhending av eiendeler vil være mer krevende og kunne påføre fondet tap, særlig dersom et salg må gjennomføres i løpet av et begrenset tidsrom.

Reguleringen av unoterte selskaper som søker børsnotering bør etter departementets syn derfor tilpasses i retning av reguleringen i forvaltningsmandatet av øvrige unoterte investeringer. Norges Bank viser til at det i henhold til bankens rammeverk foretas grundige investeringsgjennomganger i forkant av den enkelte investering. Dette er imidlertid ikke et krav i mandatet fra Finansdepartementet. Departementet mener det er naturlig at kravet til grundige investeringsgjennomganger for investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering formaliseres i forvaltningsmandatet. Det legges opp til at mandatets § 3-10 fjerde ledd om grundige investeringsgjennomganger i forkant av den enkelte investering i den unoterte eiendomsporteføljen og i infrastrukturporteføljen for fornybar energi, endres til også å omfatte unoterte selskaper som søker børsnotering. Brede og grundige gjennomganger i forkant av den enkelte investering i unoterte eiendeler skal søke å kartlegge all relevant investeringsrisiko, samt operasjonell og ikke-finansiell risiko, herunder potensielle omdømmekonsekvenser av investeringene. Det legges videre opp til at mandatets § 2-5 sjette ledd om hovedstyrets godkjenning av enkeltinvesteringer i de unoterte porteføljene over bestemte beløpsgrenser, utvides til å omfatte investeringer i unoterte selskaper som søker børsnotering.

Departementet deler Norges Banks vurdering av at det kan være en fordel at banken kan forbli eier av det aktuelle unoterte selskapet dersom aksjene likevel ikke noteres, fremfor en situasjon hvor banken er tvunget til å selge innen et bestemt tidsrom. En presisering i mandatet om at hovedstyret skal fastsette retningslinjer for avhending av aksjer i unoterte selskaper hvor den planlagte børsnoteringen ikke gjennomføres, vil tydeliggjøre at fondet vil kunne forbli investert i selskapet så lenge banken anser det som hensiktsmessig.

3.3 Klimarisiko

3.3.1 Innledning

Klimaendringer vil påvirke selskaper og den økonomiske utviklingen fremover. Internasjonalt samarbeid vil være vesentlig for å håndtere klimaendringene. Gjennom FNs klimakonvensjon og Paris-avtalen har mange land, inkludert Norge, forpliktet seg til betydelige reduksjoner i utslippene av klimagasser. En reduksjon i verdens samlede utslipp i tråd med Paris-avtalen vil ha stor betydning for selskaper og den økonomiske utviklingen fremover, og vil kreve omfattende tiltak på flere områder, både i klimapolitikken, teknologisk og på investeringssiden.

Det er samtidig krevende å analysere konsekvensene av klimaendringer for enkeltelskaper, industrier og markeder, og dermed for investorer. Usikkerheten er stor om de fysiske virkningene av klimaendringene og den finansielle risikoen dette gir opphav til, samt om hva de økonomiske konsekvensene vil bli. I tillegg er det stor usikkerhet knyttet til klimapolitikk og teknologisk utvikling på veien mot et lavutslippssamfunn. Denne usikkerheten innebærer betydelig risiko som må håndteres av investorer.

I velfungerende kapitalmarkeder vil kapitalen fordeles til de investeringsprosjektene og selskapene som gir høyest forventet risikojustert avkastning. Mangel på tilgjengelig og relevant informasjon om hvilken klimarisiko selskapene står overfor, betyr imidlertid at det kan være vanskelig for markedet å prise denne type risiko. Det kan føre til at markedene ikke fordeler kapitalen til de virksomhetene som er best rustet for å håndtere klimarisiko, eller dit muligheten for bærekraftig verdiskaping er størst.

For at finansmarkedene skal kunne bidra til omstilling og et samfunn med lavere utslipp av klimagasser på en effektiv og god måte, må aktørene ha kunnskap og informasjon om både risiko

og muligheter som følger av endringer i klima, klimapolitikk og ny teknologi. De senere årene er det derfor igangsatt flere initiativer som skal legge til rette for mer velinformerte investeringsbeslutninger. Det inkluderer blant annet rammeverk som skal sikre mer sammenlignbar rapportering om hvilken risiko klimaendringer og endret klimapolitikk utgjør for selskapers forretningsmodeller.

Aktørene i finansmarkedene retter i stadig større grad oppmerksomhet mot ansvarlig forvaltning og bærekraft, og søker kunnskap om hva dette innebærer for deres virksomhet. Investorer er opptatt av hvordan hensynet til bærekraft og klimarisiko kan integreres i forvaltningen. Kunnskapen om hvilken risiko klimaendringene innebærer, både for enkeltinvesteringer og for avgrensede geografiske områder blir stadig bedre, men for aktørene i finansmarkedene er det fremdeles en generell utfordring knyttet til tilgang på gode og relevante data som kan anvendes på en systematisk måte.

Finansdepartementet og Norges Bank har i likhet med andre aktører vektlagt hvordan klimarisiko kan påvirke finansielle verdier. Arbeidet med klimarisiko er integrert i bankens forvaltning. I Norges Banks årlige publikasjoner om ansvarlig forvaltning av SPU gis det en grundig fremstilling av bankens arbeid med klimarisiko som del av det bredere arbeidet med ansvarlig forvaltning. Arbeidet er omtalt i flere meldinger til Stortinget, blant annet i fondsmeldingen våren 2017. I meldingen *Statens pensjonsfond 2018* ble det gjort særskilt rede for rammeverket for rapportering om klimarisiko, med utgangspunkt i anbefalingene fra arbeidsgruppen *Task Force on Climate-related Financial Disclosure* (TCFD)¹². Departementet la i meldingen til grunn at Norges Bank vil videreføre sitt arbeid med rapportering om klimarisiko i lys av anbefalingene fra arbeidsgruppen, blant annet ved å bidra til utvikling av standarder og rapporteringspraksis.

I Meld. St. 14 (2018–2019) *Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland* ble det pekt på at klimarisiko er en viktig finansiell risikofaktor for SPU. Det ble også vist til at ekspertgruppen som vurderte energiaksjer i fondet mente det kan være grunnlag for å gjennomgå arbeidet med klimarisiko og vurdere om dette burde styrkes ytterligere. Finansdepartementet la på denne bakgrunn

¹² Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD) er en arbeidsgruppe nedsatt av Rådet for finansiell stabilitet (Financial Stability Board). Arbeidsgruppen la frem sine anbefalinger sommeren 2017 og har siden publisert statusrapporter for implementeringen av anbefalingene.

opp til å be Norges Bank om å gjennomgå og beskrive sitt arbeid på dette feltet. Stortinget sluttet seg til dette.

Norges Bank ble i brev 28. juni 2019 bedt om å beskrive interne prosesser og metoder for å vurdere klimarisiko, samt de ulike virkemidlene som benyttes i arbeidet. Banken ble videre bedt om å gjøre rede for vurderinger innenfor aksje-, obligasjons- og eiendomsporteføljen, og vurderinger av enkeltelskapene med de største bidragene til den totale klimarisikoen i fondet. Banken skulle også beskrive hvordan klimarisiko integreres i investeringsbeslutningene, samt eventuelle planer for å videreutvikle arbeidet knyttet til klimarisiko i SPU, innenfor rammene av den fastsatte investeringsstrategien for fondet og mandatet fra Finansdepartementet.

Norges Bank har i brev til departementet 26. november 2019 redegjort for sitt arbeid, se omtale i avsnitt 3.3.2.¹³ Omtalen i dette avsnittet av Norges Banks arbeid bygger også på bankens rapport om ansvarlig forvaltning i 2019. Departementets vurderinger fremgår av avsnitt 3.3.3.

3.3.2 Norges Banks arbeid

Norges Bank viser i sitt brev til at banken håndterer klimarisiko innenfor rammene i mandatet fra departementet, og at det ikke er en del av mandatet at fondets portefølje skal tilpasses eller bidra til oppnåelse av særskilte klimamål.

Norges Bank peker på at klimarisiko utgjør én av flere finansielle risikofaktorer for SPU. Klimarisiko oppfattes å være en sammensatt risikofaktor, hvor forståelsen av den finansielle betydningen for fondet vil utvikle seg over tid. Prisene på aktivaene banken investerer fondets midler i, og i hvilken grad disse prisene gjenspeiler klimarisiko, vil påvirke den finansielle risikoen. Norges Bank viser til at en bredt diversifisert og markedsvektet portefølje som SPU i utgangspunktet vil ha om lag samme finansielle klimarisiko som de underliggende markedene og bransjene det investeres i.

Analysemetoder

Norges Bank benytter *scenarioanalyser* for å bedre sin forståelse av hvordan klimarisiko kan påvirke enkeltelskaper og fondets portefølje. Slike analyser kan bidra til å belyse både fysisk risiko¹⁴ og overgangsrisiko¹⁵ i porteføljen, men vil

samtidig være beheftet med stor grad av usikkerhet. Scenarioanalysene kan bidra til å illustrere ulike utfallsrom, men er ikke uttrykk for prediksjoner om fremtiden.

Banken har utviklet interne modeller for scenarioanalyser av aksjeporteføljen som benyttes til å analysere fremtidige kontantstrømmer og CO₂-utslipp på selskapsnivå, samt hvordan eventuelle fremtidige reguleringer, som karbonpris og karbonkvoter, kan påvirke ulike selskaper, bransjer og regioner innenfor ulike klimascenarioer frem mot år 2100. Foreløpige analyser viser at enkelte selskaper i sektorer som industri, energi, råvarer, forsyning og forbruksvarer vil kunne få finansielle utfordringer som følge av fremtidig karbonprising.

Banken ble i 2018 med i et pilotprosjekt sammen med andre globale investorer under FNs miljøprogram (UNEP FI) hvor formålet er å utvikle metoder for rapportering fra investorer med utgangspunkt i TCFD-rammeverket. Erfaringene fra prosjektet viser at det er behov for ytterligere arbeid før selskaper og investorer fullt ut kan implementere anbefalingene fra TCFD. Sammendragsrapporten fra prosjektet inneholder en oversikt over ulike metoder og verktøy for scenarioanalyser og en gjennomgang av ledende analyseleverandører. Som del av prosjektet ble effekten av potensielle utfall av klimændringer for fondets aksjeportefølje vurdert. Porteføljens «Value at Risk» ble beregnet ved å se på hvilke konsekvenser regulatorisk risiko og teknologiske utviklingsmuligheter knyttet til et 2-graders scenario og ekstreme værforhold kan få for selskapers inntekter.

Måling av klimagassutslipp fra selskapene

Norges Bank beregner også omfanget av *klimagassutslipp* fra selskapene fondet er investert i, med utgangspunkt i utslippsinformasjon rapportert direkte av selskapene og beregninger fra tredjeparter der selskapene selv ikke rapporterer tilstrekkelig. Banken peker på at begrenset tilgang til gode og relevante data er en generell utfordring.

Fondets samlede *karbonavtrykk*, målt som summen av klimagassutslippene fra selskapene i porteføljen, kan belyse risiko og muligheter på tvers av bransjer. Det kan også gi grunnlag for å vurdere hvordan endringer i porteføljen vil kunne påvirke det samlede karbonavtrykket. Beregning

¹³ Bankens brev er tilgjengelig på departementets nettsider.

¹⁴ Fysisk risiko kan omfatte eksponering mot ekstremvær, flom, tørke og hetebølger.

¹⁵ Overgangsrisiko kan omfatte endringer i myndigheters regulering, tekniske nyvinninger og endringer i forbruksmønster.

av karbonavtrykk gir imidlertid et øyeblikksbilde og tar ikke hensyn til næringsstruktur, selskapes strategi og andre faktorer. Beregninger av karbonavtrykk tar heller ikke hensyn til (indirekte) utslipp gjennom produksjonskjeden¹⁶.

Bankens analyser av karbonavtrykk omfatter både aksjer og selskapsobligasjoner, og er basert på anbefalingene for kapitalforvaltere fra TCFD-rammeverket. Beregninger basert på data for 2018 viser at utslippene av klimagasser i aksjeporteføljen i stor grad er drevet av selskaper innen kraftproduksjon fra fossile brennstoff og bransjer med høyt energiforbruk, som fremstilling av råvarer og metaller, samt tungindustri.¹⁷ Innenfor disse høyutslippsbransjene er det de største enkeltsekskapene som bidrar med de største utslippene. Utelukkelse av selskaper basert på de etiske retningslinjene (i hovedsak det produktbaserte kullkriteriet) har ifølge bankens beregninger bidratt til at klimagassutslippet beregnet for fondets portefølje er 14 pst.¹⁸ lavere enn dersom disse utelukkelsene ikke hadde vært foretatt.

Videre beregner Norges Bank *utslippsintensiteten* for fondets investeringer i aksjer og selskapsobligasjoner. Denne beregnes som antall tonn CO₂-ekvivalenter per million amerikanske dollar i omsetning, og kan brukes til å sammenligne hvor mye CO₂ selskaper og bransjer slipper ut målt i forhold til omsetning. Beregninger viser at utslippsintensiteten for både aksjeporteføljen og selskapsobligasjonsporteføljen er lavere enn for de respektive referanseindeksene. Forskjellene er imidlertid ikke et resultat av bestemte investeringsstrategier, men gjenspeiler en rekke individuelle investeringsbeslutninger.

Norges Bank peker videre på at fondets unoterte eiendomsinvesteringer er direkte eksponert for klimarisiko. Det gjelder både fysisk risiko og overgangsrisiko. Eksponeringen mot disse risikoene påvirkes hovedsakelig av eiendommenes beliggenhet og om byggetekniske løsninger og drift gjør disse godt rustet i møte med klimaendringer og forventede regulatoriske tiltak. Eiendommer i flomutsatte områder har ofte høyere forsikringspremier og strengere regulatoriske krav til flomsikringstiltak. Banken opplyser at i de åtte byene der fondet har un-

terte eiendomsinvesteringer, har lokale myndigheter utviklet langsiktige planer for reduksjon av klimagassutslipp som vil påvirke eiendomssektoren. Dette eksponerer fondets eiendomsinvesteringer for regulatorisk risiko. Fondet er også eksponert for markedsrisiko knyttet til fallende etterspørsel etter bygg uten grønne kvaliteter og energieffektiv drift.

Integrering av klimarisiko i investeringsbeslutninger

Norges Bank viser til at vurderinger av klimarisiko integreres i investeringsbeslutningene for aksjer, obligasjoner og unotert eiendom. Utviklingen i klimaregulering og ny teknologi er sentrale faktorer ved vurderingen av selskapes fremtidige inntjening i flere sektorer i aksjeporteføljen og for selskapsobligasjoner. Banken har utviklet et rammeverk for systematiske vurderinger av investeringsrisiko og operasjonell risiko for ulike utstedere av statsobligasjoner, som blant annet omfatter vurderinger av miljøfaktorer, herunder utslippsintensitet og eksponering mot klimaendringer. For unotert eiendom gjøres det grundige undersøkelser og analyser i forkant av investeringene. Slike analyser inkluderer blant annet vurderinger av hvordan eiendommen kan eksponere fondet mot fysisk risiko og overgangsrisiko.

I forvaltningen av de særskilte miljørelaterte mandatene har banken opparbeidet intern ekspertise på miljøteknologi. De miljørelaterte aksjeinvesteringene er konsentrert i selskaper som driver med lavutslippsenergi og alternative drivstoffer, ren energi og energieffektiviseringsteknologi og teknologi og tjenester knyttet til naturressursforvaltning.

Vurderinger av bærekraft kan føre til at fondet velger å selge seg ut av selskaper som banken mener har særlig høy risiko, herunder risiko forbundet med klimagassutslipp. Banken peker på at selskaper med virksomhet eller en verdikjede som har særskilt store klimagassutslipp kan være eksponert for betydelig overgangsrisiko. Banken har i perioden 2012–2018 gjennomført risikobaserte nedslag i 142 selskaper basert på vurderinger av klimarisiko.¹⁹ Dette dreier seg i hovedsak om relativt små selskaper som har særlige høye utslipp av klimagasser eller som bidrar til avskoging.

De etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper inneholder kriterier rettet mot selskaper som medvirker til eller selv er ansvarlige for uakseptabel grad av klima-

¹⁶ Beregningene inkluderer utslipp innenfor ramme 1 (direkte utslipp) og ramme 2 (indirekte utslipp fra bruk av strøm og varme), men ikke ramme 3 (indirekte utslipp gjennom produksjonskjeden).

¹⁷ Det samlede karbonutslippet i aksjeporteføljen i 2019 ble beregnet til å være 108 millioner tonn CO₂-ekvivalenter.

¹⁸ Bankens oppdaterte beregning i rapport om ansvarlig forvaltning 2019 er 19 pst.

¹⁹ I 2019 gjennomførte banken 28 nye risikobaserte nedslag basert på vurderinger av klimarisiko.

gassutslipp, samt gruveselskaper og kraftprodusenter som baserer sin virksomhet på kull. For selskaper som omfattes av kullkriteriet, kan Norges Bank utelukke eller sette selskaper til observasjon uten råd fra Etikkrådet. Beslutningene om utelukkelse basert på kullkriteriet gir ifølge Norges Bank det største enkeltbidraget til redusert klimagassutslipp i fondets portefølje, sammenlignet med underliggende indeksprodukter. Se avsnitt 6.2 for nærmere omtale av arbeidet med de etiske retningslinjene.

Virkemidler i arbeidet med klimarisiko

Norges Bank peker på at eierskapsarbeidet er sentralt i håndteringen av klimarisiko. I arbeidet med klimarisiko prioriteres selskapene i de mest utsatte sektorene. Banken opplyser at de har styrket de delene av organisasjonen som er ansvarlige for eierskapsarbeid og risikovurderinger knyttet til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring.

Bankens virkemidler i arbeidet med klimarisiko i porteføljen følger i all hovedsak av arbeidet med ansvarlig forvaltning som er omtalt i avsnitt 6.2. Arbeidet med klimarisiko i eierskapsutøvelsen fremgår av boks 6.3.

I tillegg til virkemidlene banken benytter som del av det ordinære arbeidet med ansvarlig forvaltning, samarbeider banken også med investeringspartnere og eiendomsforvaltere for å integrere miljøtiltak i forretningsplanene for de unoterte eiendommene. Norges Bank har blant annet publisert et veiledningsdokument om hva som anses som gode prinsipper for bærekraftig eiendomsforvaltning. Videre utvikler banken en plattform for å samle inn data om eiendommene i porteføljen, herunder informasjon om energi- og vannforbruk, avfallshåndtering og miljøsertifisering. Informasjonen vil brukes til å måle miljøpåvirkningen av eiendommene, vurdere miljøtiltak og estimere et klimaregnskap for de unoterte eiendomsinvesteringene.

Norges Bank peker på at miljøsertifisering av eiendom vil bli stadig viktigere for konkurransevnen til eiendommene. Banken har som mål å miljøsertifisere alle kontor- og handelseiendommene i fondets portefølje.

Planer for å videreutvikle arbeidet med klimarisiko

Norges Bank uttaler i brevet at den vil fortsette å støtte initiativer som har som mål å utvikle globale standarder for rapportering. Banken viser til at informasjon om selskapers klimagassutslipp og hvordan selskapers virksomhet vil kunne påvirkes

av klimaendringer er avgjørende for å analysere klimarisikoen i porteføljen. Sentralt for dette arbeidet er tilgangen til relevante og gode data. Banken viser til at det er mange initiativer for å øke omfanget av selskapers rapportering og investorerers tilgang til data, herunder TCFD, Global Reporting Initiative (GRI), Sustainability Accounting Standards Board (SASB) og CDP (tidligere Carbon Disclosure Project).

Banken vil også videreføre arbeidet med å utvikle analytiske verktøy for klimascenarioer, og peker på at den vil innarbeide mer detaljerte selskaps-spesifikke data som finansielle data, utslippstall, konkrete utslippsreduksjonsmål og eksponering mot regionale karbonmekanismer, for å bygge ut og forbedre de interne analysemodellene for ulike klimaforløp. I tillegg undersøker banken metoder for å analysere fysisk klimarisiko for selskaper i aksjeporteføljen.

Sentralt for håndtering av klimarisiko er eierskapsarbeidet. Norges Bank vil fortsette dialogen med selskaper i utsatte sektorer basert på sine forventninger, og søke å være tydelige om forventninger til håndtering av klimarisiko og reduksjon i utslipp av klimagasser.

Norges Bank peker på at arbeidet med å vurdere fysisk risiko innen eiendomsforvaltningen fortsatt vil være sentralt. Banken planlegger å utvide flomrisikoanalyser, basert på historiske data med fremoverskuende scenarioanalyser. Banken vil videreføre støtte til et samarbeidsprosjekt for å utvikle metoder for å analysere den forventede avkarboniseringen av eiendomsmarkedet.

3.3.3 Departementets vurderinger

Målet med investeringene i SPU er høyest mulig avkastning innenfor akseptabel risiko. Finansdepartementet fastsetter overordnede retningslinjer for forvaltningen, og Norges Bank må håndtere ulike typer risiko, herunder klimarisiko, innenfor disse rammene. Forvaltningsmandatet inneholder ikke krav om at fondets investeringer skal tilpasses eller bidra til oppnåelse av særskilte klimamål. SPU har en finansiell målsetting, og det er bred politisk enighet om at fondet ikke skal være et virkemiddel i klimapolitikken. Norges Banks arbeid med å håndtere klimarisiko har derfor et finansielt utgangspunkt.

Klimarisiko er en kompleks og sammensatt finansiell risikofaktor som består av både *fysisk risiko* og risiko ved omstilling til et samfunn med lavere utslipp, såkalt *overgangsrisiko*. Fysisk risiko innebærer at fondets investeringer kan påvirkes

av fysiske konsekvenser av klimaendringene, som ekstremvær, flom, tørke eller hetebølger. Overgangsrisiko er knyttet til hvilke konsekvenser klimapolitikken og den teknologiske utviklingen ved overgang til et lavutslippssamfunn vil kunne ha for fondets investeringer. Både fysisk risiko og overgangsrisiko er relevante risikofaktorer for SPU, men betydningen av disse vil avhenge av hvilket klimascenario som spiller seg ut.

Som en stor, langsiktig investor med eierandeler i flere tusen selskaper globalt, vil fondets avkastning over tid i stor grad følge av avkastningen i de globale aksje- og obligasjonsmarkedene. Klimaendringer påvirker veksten i verdensøkonomien og selskapenes inntjening, og klimarisiko er derfor en risikofaktor for fondet. Dette gjenspeiles også i fondets forvaltningsmandat, som legger til grunn at god avkastning på lang sikt avhenger av en bærekraftig utvikling og velfungerende markeder.

Det er samtidig stor usikkerhet knyttet til når, hvordan og i hvilken grad fysisk risiko og overgangsrisiko knyttet til klimaendringer vil virke inn på økonomisk vekst og selskapenes inntjening, og dermed på fondets investeringer. Selskaper påvirkes ulikt og avkastningen for enkelte aktivaklasser, sektorer og selskaper vil påvirkes mer enn andre. Dagens kunnskapsgrunnlag er begrenset, datagrunnlaget mangelfullt og det er betydelig usikkerhet knyttet til de modeller og analyser som benyttes. Det gjør det krevende å vurdere konkrete finansielle konsekvenser av klimaendringer.

Det er viktig at Norges Bank tilnærmer seg arbeid med finansiell risiko som følge av klimaendringer på en helhetlig og systematisk måte. Det innebærer at banken fremover fortsatt bør integrere vurderinger av klimarisiko i risikostyringen, investeringsbeslutningene og eierskapsutøvelsen. Det er også viktig at arbeidet bygger på en overordnet strategi, som inkluderer prioriteringer, spesifikke mål for arbeidet og planlagte aktiviteter for å nå nevnte mål.

En viktig del av bankens arbeid med klimarisiko bør etter departementets syn være å bidra til økt forståelse og kunnskap om klima som finansiell risikofaktor. Bidrag til forskning og støtte til initiativer som har som mål å utvikle globale standarder for rapportering om bærekraft og klimarisiko, er viktig for utviklingen av felles rammeverk og standarder og for å øke forståelsen av klimarisiko.

Det er betydelig usikkerhet om fremtidige klimaendringer. I et risikoperspektiv er det viktig å ta høyde for slik usikkerhet. Usikkerheten knyttet til klimaendringer og utvikling i klimapolitikk

og teknologi kan i mange tilfeller belyses ved hjelp av scenarioer. Det er positivt at Norges Bank vil videreføre arbeidet med å utvikle analytiske verktøy for klimascenarioer, samt bygge ut og forbedre sine interne analysemodeller for ulike klimaførløp. Departementet legger til grunn at Norges Bank, så langt det er mulig, stresstester ulike klimascenarioer i tråd med TCFD-anbefalingene, herunder et scenario der temperaturøkninger begrenses i tråd med ambisjonene i Paris-avtalen.

Det er usikkert i hvilken grad investorer vil gis mulighet til en gradvis tilpasning til fremtidige endringer i klimapolitikken. En klimapolitikk som er forenlig med Parisavtalen vil kreve rask og betydelig omstilling. Usikkerheten om hvordan finansmarkedene kan og vil reagere på slike regulatoriske endringer, forsterker betydningen av å søke kunnskap om ulike klimascenarioer og tilhørende effekter på finansielle aktiva for å kunne håndtere risikoen på best mulig måte.

Departementet vil i den sammenheng også peke på viktigheten av å være bevisst muligheten for utfall som vil ha betydelige konsekvenser for fondet dersom de inntreffer. Dette gjelder blant annet scenarioer der klimaendringer passerer kritiske såkalte «vippepunkter», det vil si tilfeller som kan utløse selvforsterkende prosesser og dermed medføre store endringer²⁰, samt scenarioer med regulatoriske tiltak og teknologiske gjennombrudd av stor betydning.

Departementet har merket seg at klimascenarioer og underliggende analysemodeller som er tilgjengelige er beheftet med stor usikkerhet. Videre er tilgjengelighet og kvalitet på underliggende data fremdeles en utfordring. Det er viktig at rapportering om klimaarbeidet forstås i riktig kontekst og at Norges Bank er tydelig på beskrivelser og usikkerheten som ligger i modellene og dataene.

Departementet er enig med Norges Bank i at eierskapsutøvelse bør være et sentralt virkemiddel i håndteringen av klimarisiko i fondet. Dette gjelder spesielt på grunn av risikoens langsiktige og systemiske karakter. Norges Bank kan påvirke selskapers beslutninger og utvikling på flere måter, herunder ved stemmegiving, dialog med selskapene og samarbeid med andre investorer.

²⁰ Eksempler på slike prosesser er at innlandsisen på Grønland og i Antarktis smelter eller at tining av permafrost frigjør så store mengder metangass at den globale oppvarmingen kommer ut av kontroll. Spesialrapporten om halvannengrads oppvarming fra FN's klimapanel antyder at enkelte vippepunkter kan ligge mellom 1,5 og 2 graders oppvarming.

Arbeidet med klimarisiko i SPU må reflektere ambisjonsnivået om at den ansvarlige forvaltningspraksisen i SPU skal være i tråd med ledende praksis internasjonalt. Departementet legger til grunn at banken også i tiden fremover vurderer ulike virkemidler innen eierskapsarbeidet, herunder deltagelse i forskningsprosjekter og investorinitiativer rettet mot utvikling av bedre modeller og metoder, samt standarder og markedspraksis, for å vurdere og håndtere klimarisiko. Videre legger departementet til grunn at Norges Bank i dialogen med selskapene fortsetter å formidle forventninger om at selskapene planlegger for ulike klimascenarioer og vurderer klimarisikoen i egen virksomhet.

Håndtering av klimarisiko krever kunnskap og kompetanse om klimaendringer og konsekvenser av slike endringer. Norges Bank kan, innenfor rammen fastsatt av departementet, velge en annen sammensetning av investeringene enn det som følger av referanseindeksen for fondet. Å vri sammensetningen av investeringene for å ta hensyn til ulike typer risiko, herunder klimarisiko, såkalt aktiv forvaltning, er krevende i praksis og forutsetter inngående kjennskap til markedene. Slike beslutninger er derfor delegert til Norges Bank.

Norges Banks brede tilnærming i arbeidet med klimarisiko kan gi vekselvirkninger i form av kompetanse og erfaring som kan utnyttes i ulike deler av den operative forvaltningen. Gjennom de miljørelaterte mandatene har banken opparbeidet intern ekspertise på miljøteknologi. Videre har Norges Banks vurderinger knyttet til klimarisiko ført til nedsalg av selskaper banken anser å ha særlig høy langsiktig risiko. Dette har i hovedsak vært små selskaper. I meldingen *Statens pensjonsfond 2019* beskrives bankens operasjonalisering av kullkriteriet, herunder arbeidet med datainnhenting og selskapskontakt. Gjennom sitt arbeid med kullkriteriet tilegner banken seg kunnskap og data om enkeltsekskapers håndtering av klimarisiko, herunder utvikling av strategier for utslippsreduksjoner, teknologiutvikling og tilpassning til klimapolitikk, som kan støtte opp om og supplere bankens arbeid med de øvrige virkemidlene. I mai 2020 offentliggjorde banken utelukkelse på grunnlag av uakseptable klimagassutslipp og medvirkning til alvorlig miljøskade, se omtale i avsnitt 6.2.

Norges Banks arbeid med klimarisiko har vært under utvikling siden 2006. Departementet legger til grunn at banken også fremover rapporterer utførlig om arbeidet med klimarisiko, herunder fremdriften for å nå målene som er fastsatt i den overordnede strategien for håndtering av

klimarisiko. Rapporteringen bør være i tråd med ledende rammeverk (TCFD) så langt det er formålstjenlig, herunder om klimascenarioer for porteføljen og relevante delporteføljer, relevante måltall og stresstesting.

3.4 Miljømandatene og unotert infrastruktur for fornybar energi

3.4.1 Innledning

Finansdepartementet la i meldingen *Statens pensjonsfond 2019* opp til å åpne for at SPU skal kunne investeres i unotert infrastruktur for fornybar energi innenfor rammen for de miljørelaterte mandatene, med krav til åpenhet, avkastning og risiko som for øvrige investeringer. Det ble samtidig lagt opp til en økning i intervallet for hva markedsverdien av de miljørelaterte mandatene normalt skal være, fra 30–60 mrd. kroner til 30–120 mrd. kroner. Et intervall for miljømandatene er ment å synliggjøre at investeringsmulighetene og dermed omfanget av slike investeringer vil kunne variere over tid. I tillegg til innrammingen som følger av intervallet for normalt omfang av miljømandatene, ble det lagt opp til en særskilt øvre ramme for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi på 2 pst. av SPU for å ramme inn risikoen i dette delsegmentet. Det ble videre lagt opp til å stille krav i mandatet til hva som utgjør miljørelaterte investeringer. Stortinget sluttet seg til departementets vurderinger, se Innst. 344 S (2018–2019).

I tråd med Stortingets behandling har departementet fastsatt nærmere mandatsbestemmelser for de miljørelaterte investeringsmandatene og for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi, i samråd med Norges Bank. Endringene i mandatet trådte i kraft 30. november 2019.

Forvaltningsmandatet åpner for at Norges Bank kan investere fondsmidlene i unotert infrastruktur for fornybar energi globalt, med unntak av Norge. Samtidig er det stilt krav til at hovedstyret skal fastsette supplerende risikorammer for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi, herunder rammer for investeringer i enkeltland, fremvoksende markeder, prosjekter under utvikling og gjeldsgrad. Hovedstyret skal videre fastsette nærmere krav til hvor stor andel av virksomheten som må utgjøres av infrastruktur for fornybar energi for at investeringen skal kunne inngå i den unoterte infrastrukturporteføljen for fornybar energi. Kravene må ses i sammenheng med at investeringer i unotert infrastruktur er begrenset til unoterte selskaper, fondskonstruksjoner og

andre juridiske personer som har kjøp, utvikling og forvaltning eller finansiering av infrastruktur for fornybar energi som hovedvirksomhet. Det kreves videre at banken gjennomfører en grundig investeringsgjennomgang («due diligence») i forkant av den enkelte investering. Slike gjennomganger skal blant annet omfatte vurderinger av risikofaktorer knyttet til helse, sikkerhet, miljø, samfunns- og styringsmessige forhold.

Norges Bank skrev i brev til departementet 29. oktober 2018 at banken vil tilnærme seg investeringsmulighetene og bygge kompetanse gradvis, og at det i første omgang vil være aktuelt å vurdere prosjekter med relativt lav markedsrisiko og operasjonell risiko i utviklede markeder, se nærmere omtale i meldingen *Statens pensjonsfond 2019*.

3.4.2 Supplerende risikorammer fastsatt av hovedstyret

Norges Banks hovedstyre har fastsatt supplerende risikorammer for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi²¹. Hovedstyret har i utformingen av de supplerende risikoramme valgt å skille mellom direkte og indirekte investeringer.²²

Investeringsaktiviteten for *direkteinvesteringer* er begrenset til prosjekter i utviklede markeder i Europa og Nord-Amerika. Det er bankens vurdering at det ikke er hensiktsmessig å angi rammer for enkeltland så lenge den unoterte infrastrukturporteføljen for fornybar energi er i en oppbyggingsfase. Hovedstyret vil fastsette utfyllende rammer for investeringenes fordeling på land etter hvert som porteføljen får et visst omfang. Banken har ikke lagt opp til å vurdere direkteinvesteringer i fremvoksende markeder nå, men viser til at markedet for unoterte infrastrukturinvesteringer er i rask endring og at det vil kunne bli aktuelt å vurdere investeringer i fremvoksende markeder etter at banken har vunnet noe erfaring.

Norges Bank påpeker at det er vanlig å dele fornybarprosjekter i tre delfaser – utviklingsfasen, konstruksjonsfasen og den operasjonelle fasen. Banken uttrykker at det er rimelig å forvente at en forholdsvis stor andel av fondets fremtidige investeringer vil være i ny kapasitet, og har derfor satt

rammen for fornybarprosjekter i konstruksjonsfasen til 40 pst. av maksimalallokeringen.

I tråd med bankens plan om å konsentrere aktiviteten til prosjekter med lav kraftpriserisiko, stabile kontantstrømmer og begrenset risiko for hovedstolen, er det ikke lagt opp til å investere i enkeltstående prosjekter i utviklingsfasen. Banken viser imidlertid til at slike investeringer kan være aktuelle som en del av videreutviklingen av allerede eksisterende partnerskap. Hovedstyret har på denne bakgrunn lagt opp til at prosjekter i utviklingsfasen kan utgjøre inntil 2 pst. av maksimalallokeringen til unotert infrastruktur for fornybar energi. Banken understreker at «...*en slik ramme vil kunne gi nødvendig fleksibilitet og bidra til at fondet fremstår som en attraktiv partner.*»

Hovedstyret har satt krav til at direkteinvesteringene i unotert infrastruktur for fornybar energi skal søkes sammensatt med sikte på at gjeldsgraden ikke overstiger 60 pst.²³, mot 35 pst. for unotert eiendom. Banken viser i den sammenheng til at gjeldsgraden i infrastrukturprosjekter historisk har vært høyere enn for eiendomsprosjekter. Maksimal gjeldsgrad er for enkeltinvesteringer satt til 70 pst., tilsvarende som for unotert eiendom.

Hovedstyret har i tillegg fastsatt en særskilt ramme for *indirekte investeringer* gjennom fondskonstruksjoner på 10 pst. av maksimalallokeringen til unotert infrastruktur for fornybar energi. Det vises til at fondsinvesteringer ikke vil være en sentral del av investeringsstrategien på sikt, men at slike investeringer kan være en effektiv og hensiktsmessig måte å bygge kompetanse og nettverk i oppstartsfasen. For fondsinvesteringer vil det være fondsforvalteren (General Partner) som tar investeringsbeslutningene, ikke Norges Bank (Limited Partner). Gjeldsgrad og andelen prosjekter i utviklingsfasen er forhold som banken, som fondsinvestor, ikke kan kontrollere. De supplerende rammene for investeringer i prosjekter under utvikling og gjeldsgrad er derfor ikke gjort gjeldende for indirekte investeringer i infrastruktur for fornybar energi. Banken fremhever samtidig at det kan settes en særskilt ramme for fordelingen på land i aktuelle infrastrukturfond. Hovedstyret har lagt opp til at minst 70 pst. av underliggende investeringer i fondskonstruksjoner skal være i OECD-land.

²¹ Se brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 2. desember 2019, 18. desember 2019, 17. februar 2020 og 13. mai 2020.

²² Se omtale av direkte og indirekte investeringer i meldingen Statens pensjonsfond 2019.

²³ Hovedstyret har i investeringsmandatet til leder av NBIM presisert at unoterte infrastrukturinvesteringer i fornybar energi skal søkes sammensatt med sikte på at gjeldsgraden ikke overstiger 60 pst. over tid.

For *direkte* investeringer er det satt krav til at porteføljen kun kan investeres i unoterte selskaper eller andre juridiske personer der unotert infrastruktur for fornybar energi utgjør minst 80 pst. av virksomheten. For *indirekte* investeringer er det satt krav til at fornybarandelen skal utgjøre minst 70 pst. av investeringene i den aktuelle fondskonstruksjonen. Banken fremhever at fornybarandelen bør settes høyt som følge av at det ikke er åpnet for investeringer i grunnleggende infrastruktur som ikke utgjør infrastruktur for fornybar energi.

Hovedstyret har videre fastsatt en ramme for saminvesteringer med én enkelt investeringspartner, samt at styret skal godkjenne unoterte investeringer over 500 mill. amerikanske dollar.

Flertallet i hovedstyret har i utformingen av supplerende risikorammer for unotert infrastruktur for fornybar energi lagt vekt på at alle de første investeringene skal godkjennes av hovedstyret, uavhengig av angitt beløpsgrense nevnt over. De fastsatte rammene vil dermed først og fremst legge føringer på hvilke investeringer som kan legges frem for hovedstyret til vurdering.

3.4.3 Departementets vurderinger

Investeringer i unotert infrastruktur har flere likhetstrekk med investeringer i unotert eiendom og er derfor regulert på en nokså lik måte i forvaltningsmandatet. Det innebærer at unotert infrastruktur for fornybar energi er inkludert i investeringsuniverset og tilordnet en egen portefølje, men er ikke inkludert i fondets referanseindeks. Potensielle investeringer vil være del av Norges Banks aktive forvaltning og vil trekke på rammen for avvik fra referanseindeksen, målt ved forventet relativ volatilitet. Det vil således være opp til Norges Bank å bestemme nivået på og sammensetningen av investeringene innenfor rammene departementet har fastsatt i mandatet.

Departementet har merket seg at hovedstyret skal godkjenne alle de første investeringene i unotert infrastruktur for fornybar energi uavhengig av størrelse, samt at de fastsatte supplerende risikorammene først og fremst vil legge føringer på hvilke investeringer som kan legges frem for hovedstyret til vurdering. Departementet har videre merket seg at hovedstyret vil komme tilbake til rammer for fordelingen på enkeltland for direkte investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi etter hvert som porteføljen får et visst omfang.

Departementet vil understreke at rammene for de miljørelaterte mandatene samlet og for uno-

tert infrastruktur for fornybar energi særskilt ikke er utformet med den hensikt å legge føringer på at fondsmidlene *skal* investeres i unotert infrastruktur for fornybar energi, men for å gi tilstrekkelig fleksibilitet til at banken *kan* gjennomføre slike investeringer dersom den finner det lønnsomt.

3.5 Rammeverk og referanseindeks for obligasjonsinvesteringene

Finansdepartementet la i meldingen *Statens pensjonsfond 2019* opp til enkelte endringer i referanseindeksen og rammene for obligasjonsinvesteringene i SPU. Stortinget sluttet seg til disse, se Innst. 344 S (2018–2019). Departementet har på denne bakgrunn utarbeidet forslag til konkrete endringer i mandatet for SPU, som har vært forelagt Norges Bank.²⁴ Finansdepartementet har etter dette fastsatt ny referanseindeks og rammer for obligasjonsinvesteringene. Endringene trådte i kraft 30. november 2019.

Den nye referanseindeksen består utelukkende av obligasjoner med høy kredittvurdering utstedt av stater eller selskaper hjemmehørende i land klassifisert som utviklede markeder. Departementet har fastsatt en plan for utfasing av fremvoksende markeder²⁵ fra referanseindeksen for obligasjoner. Ettersom utfasingsplanen inneholder markedssensitiv informasjon, er den unnatt offentlig. Investeringer i obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder kan utgjøre inntil 5 pst. av fondets obligasjonsportefølje. Banken kan fra-vike denne bestemmelsen inntil utfasing av slike obligasjoner fra referanseindeksen er gjennomført.

Endringene i mandatet innebærer også utvidede krav til rapportering om obligasjonsporteføljens investeringer i fremvoksende markeder, herunder innretning av investeringene, rammeutnyttelse og resultater i utnyttelsen av rammen for slike investeringer. Det er videre fastsatt krav om at Norges Bank skal rapportere om rammeverk for og resultater av stresstester for investeringene i SPU for å styrke kommunikasjonen om fondets risikotaking.

²⁴ Brev fra Finansdepartementet til Norges Bank henholdsvis 26. juni, 25. oktober og 29. november 2019. Brev fra Norges Bank henholdsvis 12. september og 25. november 2019. Brevene er tilgjengelig på departementets nettsider.

²⁵ Landtilhørighet for obligasjonslån og klassifisering av markeder som utviklede eller fremvoksende er i samsvar med Bloomberg Barclays' indeksmetodikk.

Referanseindeksen består, som tidligere, av en statsdel og en selskapsdel. Statsdelen skal fortsatt utgjøre 70 pst. av indeksen. De angitte vektene mellom de to delene av indeksen tilbakevektes månedlig, i tråd med tidligere praksis. Løpetiden for obligasjonene som inngår i indeksen følger markedsutviklingen. Statsdelen består av nominelle og inflasjonsindekserte obligasjoner utstedt av utviklede markeder, samt obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner i valutaer fra utviklede markeder. Vektingsprinsippet for statsdelen basert på brutto nasjonalprodukt (BNP) er videreført, men det er foretatt enkelte tekniske justeringer for å redusere transaksjonskostnadene og øke investerbarheten.²⁶ Selskapsdelen utgjør 30 pst. av indeksen og består av selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett fra utstedere hjemmehørende i land klassifisert som et utviklet marked, i syv godkjente valutaer. Obligasjonslånene som inngår i selskapsdelen vektes, som tidligere, i henhold til markedskapitalisering.

Rammen for avvik fra SPUs referanseindeks på 1,25 prosentenheter, målt ved forventet relativ volatilitet, er ment å legge til rette for en kostnads-effektiv tilpasning til indeksendringer, herunder at verdipapirer tas inn eller ut av indeksen som følge av opp- eller nedgraderinger av kredittvurderingen til obligasjonsutstedere. For å unngå at banken umiddelbart må selge obligasjoner som går ut av referanseindeksen på bakgrunn av nedgradering, er det åpnet for at obligasjoner med lav kredittvurdering kan utgjøre inntil 5 pst. av fondets obligasjonsportefølje.

3.6 Endringer i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

Finansdepartementet vedtok 29. november 2019 flere endringer i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU). Endringene må dels ses i lys av Stortingets behandling av meldingen om Statens pensjonsfond 2019. Dette omfatter blant annet nye mandatsbestemmelser for de miljørelaterte investeringsmandatene og for investeringer i unotert infrastruktur for forny-

²⁶ Landvekter i statsdelen beregnes med utgangspunkt i BNP-vekter, men begrenset til to ganger markedsvekt for hvert enkelt land. Landvektene tilbakevektes årlig. Sistnevnte innebærer at sammensetningen innad i statsdelen vil følge markedsutviklingen gjennom året. Norges Bank har i brev 28. august 2020 gitt råd om ytterligere justeringer i statsdelen av obligasjonsindeksen for å legge til rette for en mer kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget.

bar energi, samt for referanseindeksen og rammene for obligasjonsinvesteringene. Det vises til omtale i avsnitt 3.4 og 3.5. Videre er mandatet endret som følge av beslutningen om å ta aksjeinvesteringer i selskaper indekssleverandøren FTSE Russell klassifiserer som «produsenter av råolje» ut av SPU.

Det er også foretatt enkelte redaksjonelle endringer, og endringer som må ses i sammenheng med ny sentralbanklov som trådte i kraft 1. januar 2020. Forslag til konkrete mandatsendringer ble i forkant oversendt Norges Bank og representantskapet for merknader. Brevet fra Finansdepartementet og svarbrevene er tilgjengelige på departementets nettsider. Endringene trådte i kraft 30. november 2019.

De redaksjonelle endringene består i hovedsak av at tidligere kapittel 2 om ansvarlig forvaltningsevne nå er plassert som kapittel 4, mens tidligere kapittel 3 og 4 utgjør henholdsvis kapittel 2 og 3. Videre er det i mandatets kapittel 1 tatt inn en ny bestemmelse hvor overordnede rammer for forvaltningen er samlet i § 1-3. Med unntak av femte og sjette ledd er bestemmelsene i § 1-3 flyttet fra andre steder i mandatet.²⁷ Femte ledd og sjette ledd følger opp forutsetninger i forarbeidene til ny sentralbanklov²⁸ om effektiv ressursbruk og organisering.

Bankens rådgivningsplikt

I bestemmelsene om bankens rådgivningsplikt om investeringsstrategien for forvaltningen i § 1-4 er det inntatt et pålegg om at det skal være uavhengighet mellom personene i banken som har ansvar for saksforberedelsene vedrørende rådgivning om investeringsstrategien og personer eller investeringsenheter hvis resultater vil kunne påvirkes av de samme rådene. Departementet legger til grunn at hovedstyret organiserer ansvaret for bankens gjennomføring av saksforberedelsene og beslutningsprosessene i slike saker på en måte som sikrer uavhengighet.²⁹ I brev 25. november 2019 uttalte Norges Banks representantskap at

²⁷ Første ledd viderefører nåværende § 6-1 første ledd, annet ledd viderefører nåværende § 1-2 tredje ledd, tredje ledd viderefører nåværende § 1-3 tredje ledd første punktum. Fjerde ledd viderefører nåværende § 1-3 annet ledd.

²⁸ Meld. St. 7 (2018–2019) Om ny sentralbanklov og Prop. 97 L (2018–2019) Lov om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven) blant annet avsnittene 6.1.2.4 og 6.4.2.

²⁹ Departementet viste i korrespondansen med Norges Bank til omtalen av betryggende risikostyring i forarbeidene til ny sentralbanklov (Prop. 97 L (2018–2019) Lov om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven) avsnitt 6.5.2.2.4).

det er enig i prinsippene som bestemmelsen gir uttrykk for. Finansdepartementet mottok 30. mars 2020 brev fra Norges Bank om endret modell for bankens rådgivning.

Bidrag til forskning

Departementet har flyttet bestemmelsen om at Norges Bank skal bidra til forskning innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet til §1-4 femte ledd. Bestemmelsen er i tillegg utvidet til å omfatte forskning generelt som er relevant for avkastning og risiko på lang sikt, herunder innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet.³⁰ Det følger av bestemmelsen at hovedstyret skal fastsette retningslinjer for dette arbeidet, og at departementet skal orienteres om planer for slik forskning samt gis anledning til å komme med innspill.

Fremleggelse av rammer og prinsipper for departementet

Risikorammer som skal fastsettes av hovedstyret (§ 2-5), prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet (§ 4-2) og retningslinjer for bidrag til utvikling av internasjonale standarder (§ 4-3) skal legges frem for departementet minst tre uker før disse fastsettes av hovedstyret. Kravet medfører ingen endringer i ansvarsdelingen mellom Norges Bank og departementet, uavhengig av om departementets eventuelle innspill følges opp eller ikke. Bestemmelsene er begrunnet i at departementet i funksjonen som eier skal ha anledning til å komme med innspill eller spørsmål til hovedstyret på de områdene hvor det er lagt opp til at banken skal legge frem instruksjer, planer, risikorammer mv. Det er vesentlig at eventuelle innspill fra departementet skal kunne gis på et tidspunkt som muliggjør en reell vurdering av innspillene fra hovedstyrets side. Det tilsier at innspillene må kunne gis før disse rammene og prinsippene fastsettes endelig.

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet

I kapittel 4 om ansvarlig forvaltningsvirksomhet er det foretatt enkelte presiseringer og redaksjonelle endringer. I bestemmelsen om prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i § 4-2 er det presisert at ansvaret med å fastsette prinsipper for

ansvarlig forvaltningsvirksomhet for investeringsporteføljen ligger til hovedstyret.

Representantskapet ba i brev 25. november 2019 departementet vurdere om det bør inntas et tillegg i mandatets § 4-2 om at hensyn til sikkerhet og helse bør vektlegges i forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen. Departementet har i lys av merknaden fra representantskapet inntatt krav om å hensynta helse- og sikkerhetsmessige risikofaktorer som del av bestemmelsen om grundig gjennomgang (due diligence) knyttet til unoterte investeringer i § 3-10 fjerde ledd.

Departementet har videre stilt krav i § 4-3 om at hovedstyret skal fastsette retningslinjer for bankens arbeid med å bidra til å utvikle internasjonale standarder, herunder for medlemskap eller tilsvarende tilknytning til organisasjoner eller sammenlutninger, og for kontakt med andre lands myndigheter. Retningslinjene skal legges frem for departementet minst tre uker før fastsettelse, jf. ovenfor. Kravet om at banken skal bidra til utviklingen av relevante internasjonale standarder innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet videreføres.

Rammen for forvaltningskostnadene

Det er bankens representantskap som vedtar Norges Banks budsjett og årsregnskap, inkludert budsjetterte kostnader til kapitalforvaltningsenheten NBIM. Ansvaret for en kostnadseffektiv forvaltning er fordelt mellom hovedstyret og representantskapet, og er således utenfor departementets ansvarsområde. Departementet fastsetter imidlertid en årlig ramme for forvaltningskostnadene. Finansdepartementet har endret bestemmelsen om rammen for forvaltningskostnader i § 5-1, slik at rammen vil kunne fastsettes som et kronebeløp, og ikke som andel av forvaltet kapital.

Offentlig rapportering

I kapittel 6 om offentlig rapportering er det i tillegg til redaksjonelle endringer inntatt et krav om at all rapportering som følger av departementets mandat til banken, skal foreligge på norsk.

Videre er det stilt krav om at Norges Bank skal rapportere om forvaltningen halvårlig, og ikke kvartalsvis som tidligere. Finansdepartementet mener halvårsrapportering bedre ivaretar hensynet til langsiktighet i forvaltningen. Norges Bank må vurdere behovet for å offentliggjøre informasjon om utviklingen i fondet utenom halvårs- og årsrapporteringen, særlig i tider hvor det er særskilt stor uro i finansmarkedene.

³⁰ Tidligere omhandlet bestemmelsen bare forskning innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet med sikte på å øke kunnskapen om forhold som er relevant for investeringsporteføljens avkastning og risiko på lang sikt.

Forholdet mellom departementet og banken

I § 7-1 sjette ledd er det presisert at banken, dersom den anser søksmål mot andre stater som for-

målstjenlig for å ivareta fondets finansielle interesser, skal forelegge saken for departementet i god tid før det eventuelt tas ut søksmål.

4 Statens pensjonsfond Norge: strategi og resultater

4.1 Dagens investeringsstrategi

4.1.1 Bakgrunn

Grunnkapitalen i Statens pensjonsfond Norge (SPN) stammer i hovedsak fra overskudd i trygderegnskapene i perioden fra 1967 til 1979. Kapitalen er plassert som innskudd i Folketrygdfondet, som forvalter midlene i eget navn og innenfor rammene i et mandat fastsatt av Finansdepartementet. Avkastningen av investeringene overføres ikke til statskassen, men legges løpende til kapitalen i fondet. Det er således ingen overføring mellom statsbudsjettet og SPN.

SPN er en finansiell investor. Målet for forvaltningen er høyest mulig avkastning etter kostnader målt i norske kroner, innenfor et akseptabelt nivå på risiko. Hoveddelen av kapitalen i SPN er plassert i det norske aksje- og obligasjonsmarkedet. Særtrekk ved SPN, som størrelse og langsiktighet, skiller fondet fra andre investorer i det norske kapitalmarkedet. Størrelsen gir mulighet til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. Samtidig innebærer fondets relative størrelse i det norske kapitalmarkedet at det er krevende å gjøre store endringer i sammensetningen av investeringene i løpet av kort tid. Lav omsettelighet i flere norske verdipapirer forsterker dette. En lang tidshorisont legger til rette for å utnytte langsiktige forvaltningsstrategier, som å opptre motsyklisk og høste tidsvarierende risikopremier.

Folketrygdfondet er en betydelig eier og långiver i det norske kapitalmarkedet. Den norske aksjeporteføljen utgjør om lag 10,2 pst. av markedsverdien av hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX). Folketrygdfondet var ved utgangen av 2019 en av de tre største aksjonærene i 47 selskaper og hadde en gjennomsnittlig eierandel i det norske markedet på 5,3 pst. Obligasjonsporteføljen utgjør om lag 3,9 pst. av det norske obligasjons- og sertifikatmarkedet.

Folketrygdfondet fikk 27. mars 2020 oppgaven med å forvalte Statens obligasjonsfond. Fondet, som har en ramme for kjøp av obligasjoner på inntil 50 mrd. kroner, er reetablert for å bidra til økt likviditet og kapital til kredittobligasjonsmarkedet som

følge av virusutbruddet. Fondet skal investeres i rentebærende instrumenter til utstedere med hovedkontor i Norge. Folketrygdfondet skal søke å oppnå høyest mulig avkastning av fondsmidlene over tid, målt i norske kroner og etter kostnader. Fondet vil være operativt noen år fremover, avhengig av markedsutviklingen. Departementet vil gjøre nærmere rede for forvaltningen av obligasjonsfondet i Nasjonalbudsjettet 2021.

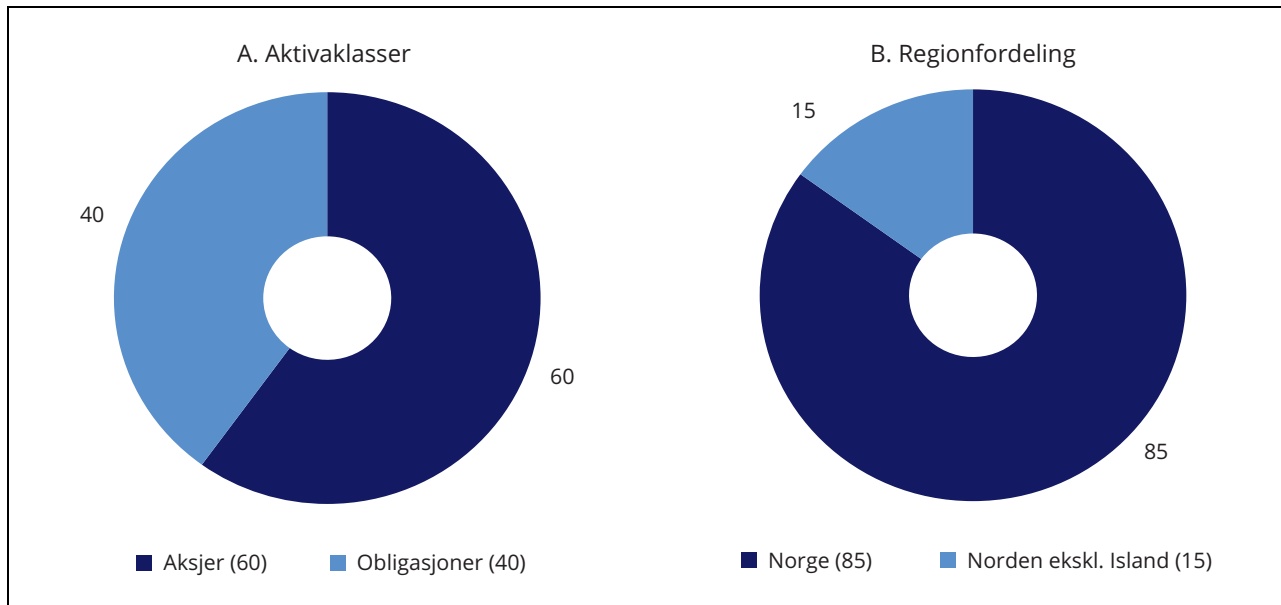
4.1.2 Investeringsstrategien

Investeringsstrategien fremgår av Finansdepartementets forvaltningsmandat. Mandatet fastsetter sammensetningen av fondets strategiske referanseindeks og risikorammer for forvaltningen. Den strategiske referanseindeksen har en andel aksjer på 60 pst., mens obligasjoner står for resten. Referanseindeksen har videre en fordeling på 85 pst. i Norge og 15 pst. i Norden for øvrig utenom Island, se figur 4.1. Referanseindeksens sammensetning gir uttrykk for et risikonivå som er akseptabelt for eier.

Bestemmelser om tilbakevektning (rebalansering) er en del av investeringsstrategien for SPN. Tilbakevektning gir strategien et visst motsyklisk trekk ved at fondet kjøper seg opp i aktivaklassen som har hatt svakest verdiutvikling for å opprettholde den fordelingen mellom aksjer og obligasjoner som følger av mandatet. For å unngå markeds-påvirkning, samt å sikre en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget, er de detaljerte bestemmelsene om tilbakevektning unntatt offentlighet.

Mandatet for SPN åpner for investeringer i unoterte selskaper i de tilfeller hvor selskapenes styre har uttrykt en intensjon om å søke notering på en regulert markeds plass. Det er imidlertid ikke åpnet for at SPN på generelt grunnlag kan investeres i unoterte aksjer, eiendom eller infrastruktur.

I mandatet fra Finansdepartementet er det åpnet for at Folketrygdfondet kan avvike fra referanseindeksen innenfor gitte risikorammer. Formålet er å sikre en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen og å oppnå meravkastning



Figur 4.1 Strategisk referanseindeks for SPN. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

over tid. Adgangen til å avvike fra indeksen er begrenset gjennom en ramme for forventet relativ volatilitet, fastsatt til 3 prosentenheter. Forventet relativ volatilitet sier noe om hvor mye avkastningen av SPN normalt vil kunne ventes å avvike fra referanseindeksen.

I tillegg til rammen for forventet relativ volatilitet er det fastsatt supplerende risikorammer for forvaltningen, herunder en ramme for hvor stor andel Folketrygdfondet kan eie av aksjekapitalen i enkeltelskaper i Norge og Norden. Eierandelsbegrensningen er satt til 15 pst. i Norge og 5 pst. i øvrige markeder.

Folketrygdfondet skal i henhold til mandatet integrere arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet i forvaltningen av SPN. Mandatet legger til grunn at god avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand samt av velfungerende, legitime og effektive markeder. Rammeverket for ansvarlig forvaltning er omtalt i avsnitt 6.1 og 6.2.

Mandatet pålegger Folketrygdfondet å rapportere halvårlig om forvaltningen av SPN, se avsnitt 5.2. Det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvalteroppdraget.

Folketrygdfondet har i brev 13. desember 2019 oversendt departementet råd og vurderinger om endringer i mandatet for forvaltningen av SPN, se avsnitt 5.1.

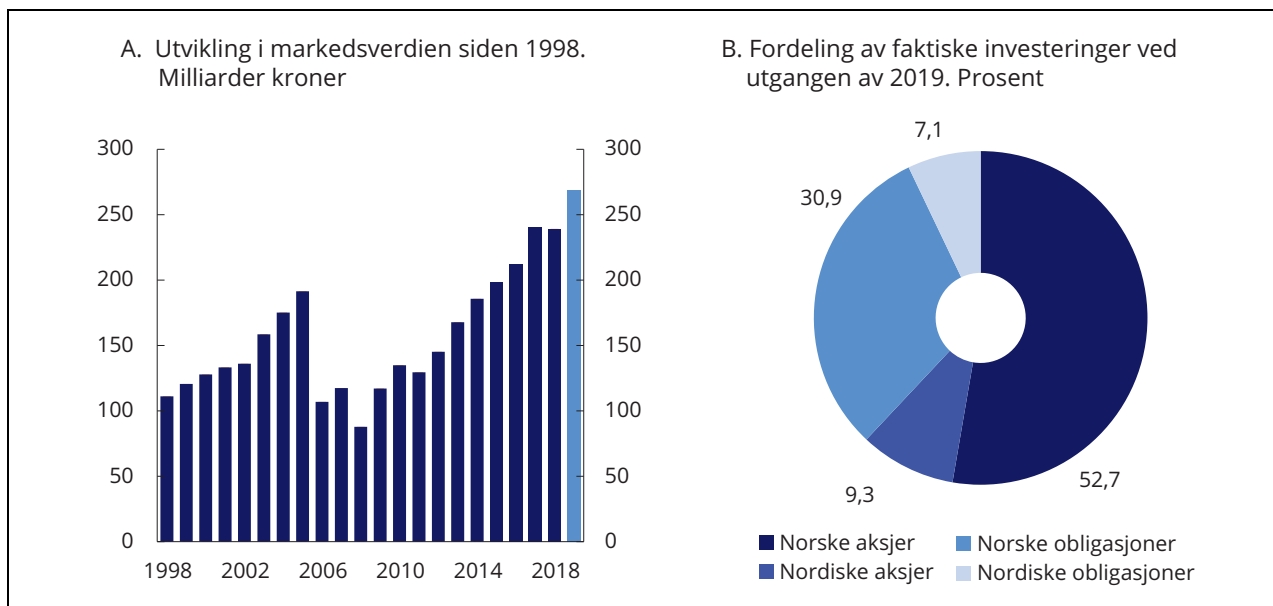
4.2 Resultater

4.2.1 Markedsutvikling i 2019

Norske børsnoterte selskaper hadde samlet sett en god verdiutvikling i 2019. Avkastningen i det norske aksjemarkedet var likevel noe svakere enn i de internasjonale markedene. Hovedindeksen ved Oslo Børs steg 17 pst., mot en stigning på 27 pst. for den globale indeksen FTSE Global All Cap. Det var også god verdiutvikling i de øvrige nordiske aksjemarkedene hvor SPN er investert. Målt i lokal valuta steg aksjemarkedene i Danmark, Finland og Sverige med henholdsvis 29 pst., 15 pst. og 31 pst.¹

Renten på norske statsobligasjoner med lang løpetid falt i 2019. Ved utgangen av fjoråret var renten på norske tiårige statsobligasjoner om lag 1,6 pst. Også i Norden var det en nedgang i lange renter gjennom året. Mot slutten av året var rentene på tiårige statsobligasjoner utstedt av den danske stat svakt negativ med -0,2 pst., mens markedsrentene på tilsvarende obligasjoner utstedt av den finske og svenske stat på samme tidspunkt var henholdsvis 0,0 pst. og 0,2 pst. Private selskaper må normalt betale en høyere rente enn stater for å låne penger.

¹ Avkastningen av det danske, finske og svenske aksjemarkedet tar utgangspunkt i henholdsvis OMXCB-, OMXHB- og OMXSB-indeksen. Disse indeksene er satt sammen med vekt på investerbarhet og består av store og likvide aksjer.



Figur 4.2 Markedsverdien av SPN siden 1998 og fordeling av investeringer ved utgangen av 2019¹

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

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Denne differansen kalles kredittpåslag, og falt i 2019 for de fleste typer utstedere.

Den norske kronen styrket seg mot både euro og danske og svenske kroner i 2019. Det innebærer at avkastningen av SPNs investeringer i Danmark, Finland og Sverige målt i norske kroner er lavere enn avkastningen i lokal valuta.

4.2.2 Markedsverdi

SPN hadde ved utgangen av 2019 en markedsverdi på 269 mrd. kroner, se figur 4.2A. Det er om lag 30 mrd. kroner mer enn verdien ved inngangen til året, etter fradrag for forvaltningskostnader. Fondets aksjeportefølje hadde en markedsverdi på om lag 167 mrd. kroner, hvorav aksjer i norske selskaper utgjorde 142 mrd. kroner og aksjer i øvrige nordiske land 25 mrd. kroner. Obligasjonsporteføljen hadde en verdi på om lag 102 mrd. kroner, fordelt med 83 mrd. kroner i obligasjoner fra utstedere i Norge og om lag 19 mrd. kroner i obligasjoner fra utstedere i andre nordiske land.² Fordelingen av investeringene ved utgangen av 2019 er vist i figur 4.2B.

4.2.3 Avkastning

Avkastningen av SPN i 2019 var 12,4 pst. målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader, se tabell 4.1. Avkastningen var positiv i både aksje- og obligasjonsporteføljen. Målt over de siste 20 årene har den gjennomsnittlige årlige avkastningen av SPN vært 7,8 pst.

Aksjer

Avkastningen av aksjeporteføljen i SPN var 18,2 pst. i 2019, se tabell 4.1. Enkeltsektoren med høyest aksjeavkastning var forsyning. Det var også god avkastning av selskaper innen eiendom, konsumvarer, industri og helse. Selskaper innen materialer hadde den svakeste utviklingen i 2019, men også denne sektoren leverte positiv avkastning gjennom året. For referanseindeksen hadde aksjer i nordiske selskaper i gjennomsnitt høyere avkastning enn norske selskaper, både målt i lokal valuta og i norske kroner. De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig avkastning av aksjeporteføljen samlet vært 9,4 pst.

Obligasjoner

Avkastningen av obligasjonsporteføljen i SPN var 4,2 pst. i 2019. Det var høyest avkastning av investeringene i ansvarlige lån innen bank og finans

² Nettoverdien av obligasjonsporteføljen inkluderer også rente- og valutasikringer, sikkerhetsstillelser, likviditet og mottatt kontantsikkerhet fra verdipapirlån. Disse er medregnet i verdien av obligasjoner fra utstedere i Norge.

Tabell 4.1 Avkastning av SPN i 2019, siste 3, 5, 10 og 20 år, samt i perioden 2007–2019, målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2019	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	2007–2019	Siste 20 år
<i>SPN</i>						
Portefølje	12,42	8,25	7,75	8,73	7,42	7,75
Referanseindeks	12,02	7,70	7,09	8,05	6,43	7,15
Meravkastning (prosentenheter)	0,40	0,55	0,66	0,68	0,99	0,60
<i>Aksjer¹</i>						
Portefølje	18,15	11,45	10,94	10,90	7,65	9,45
Referanseindeks	17,75	10,95	10,14	10,20	6,29	7,88
Meravkastning (prosentenheter)	0,41	0,49	0,80	0,70	1,36	1,56
<i>Obligasjoner²</i>						
Portefølje	4,19	3,17	2,92	5,00	5,47	5,63
Referanseindeks	3,79	2,55	2,43	4,28	4,74	5,31
Meravkastning (prosentenheter)	0,39	0,62	0,48	0,72	0,72	0,32
<i>Realavkastning</i>						
Inflasjon	2,17	2,27	2,50	2,11	2,13	2,09
Kostnader	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08	0,06
Netto realavkastning	9,97	5,78	5,05	6,41	5,10	5,48

¹ Første nordiske aksjeinvestering ble gjort i mai 2001.

² Første nordiske obligasjonsinvestering ble gjort i februar 2007.

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

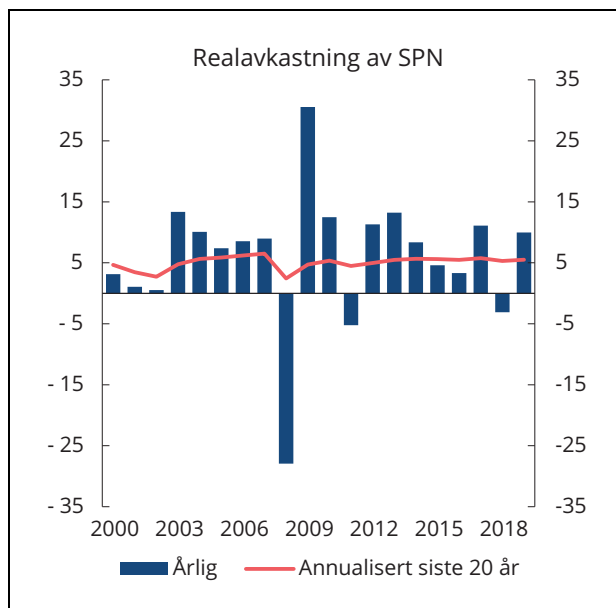
og av høyrenteobligasjoner utstedt av industriselskaper. Investeringer i obligasjoner med fortrinnsrett ga lavest avkastning. De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig avkastning av obligasjonsporteføljen vært 5,6 pst.

Rentenivået i 2019 var høyere i Norge enn i de øvrige nordiske landene. Dette bidro til høyere løpende renteinntekter fra den norske obligasjonsporteføljen. Obligasjonsporteføljen hadde ved utgangen av fjoråret en durasjon på 4,6 år, om lag som for referanseindeksen. Renten på både femårige norske statsobligasjoner og tilsvarende obligasjoner utstedt av de øvrige nordiske landene falt i 2019. Det bidro til kursgevinster, målt i lokal valuta. Videre bidro reduserte kredittpåslag i 2019 isolert sett til kursgevinster på obligasjoner utstedt av private selskaper.

Realavkastning og løpende inntekter fra forvaltningen

Realavkastningen etter fradrag for forvaltningskostnader i 2019 var 10,0 pst., se figur 4.3. De siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig realavkastning etter kostnader vært 5,5 pst.

Obligasjonsinvesteringene gir løpende renteinntekter til fondet. Også aksjeinvesteringene gir løpende inntekter, i form av utbyttebetalinger til selskapenes aksjonærer. I 2019 var summen av aksjeutbytter og renteinntekter – kontantstrømmen – 8,7 mrd. kroner, eller om lag 3,4 pst. målt som andel av gjennomsnittlig markedsverdi av SPN, se figur 4.4. Målt over de siste 20 årene har gjennomsnittlig årlig kontantstrøm i SPN tilsvart 4,4 pst. av fondets gjennomsnittlige markedsverdi.



Figur 4.3 Realavkastning av SPN de siste 20 årene etter fradrag for forvaltningskostnader. Prosent
Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

4.2.4 Meravkastning i forvaltningen

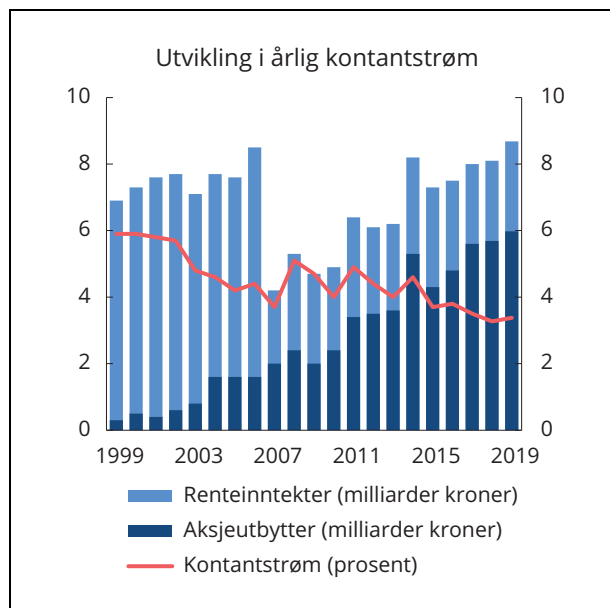
Folketrygdfondet kan avvike fra referanseindeksen innenfor rammer som er fastsatt i forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet. Rammene legger til rette for at Folketrygdfondet har et visst handlingsrom til å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og søke å oppnå meravkastning over tid.

Meravkastning i 2019

Folketrygdfondet oppnådde i 2019 en meravkastning på 0,4 prosentenheter, se tabell 4.1. Både avkastningen av aksjeporteføljen og obligasjonsporteføljen var 0,4 prosentenheter høyere enn avkastningen av de respektive referanseindeksene. Selskaper innen informasjonsteknologi og finans bidro mest til meravkastningen i aksjeforvaltningen, mens kredittpremier fra investeringer i obligasjoner utstedt av industriforetak med relativt høy risiko bidro mest til meravkastningen i obligasjonsforvaltningen.

Meravkastning over tid

Siden januar 2007³ har Folketrygdfondet oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 1,0 prosentenheter. Brutto meravkastning i perioden 2007–2019 kan anslås å tilsvare



Figur 4.4 Utvikling i årlig kontantstrøm i SPN. Milliarder kroner og som andel av gjennomsnittlig fondsverdi¹

¹ Fallet i renteinntekter fra 2006 til 2007 skyldtes hovedsakelig tilbakebetalingen av 101,8 mrd. kroner til staten da deltakelsen i kontolånsordningen ble avsluttet i desember 2006.

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

om lag 31 mrd. kroner.⁴ Figur 4.5 viser utviklingen over tid.

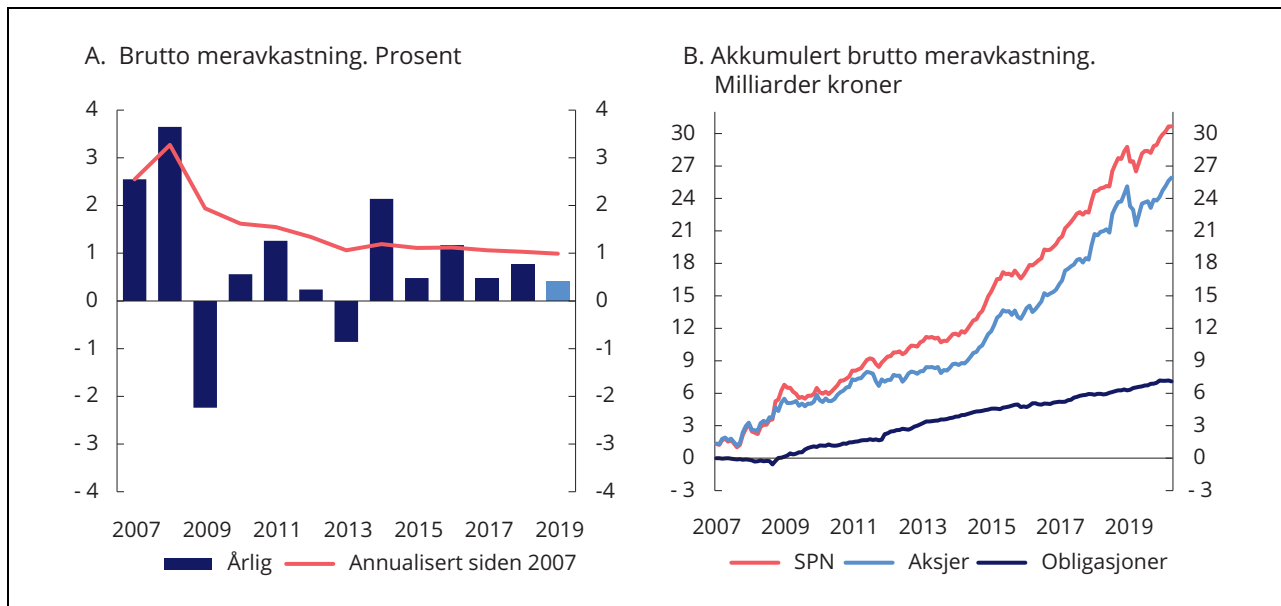
4.2.5 Risiko og rammer

Absolutt risiko

Folketrygdfondet har beregnet at *forventede svingninger* i avkastningen av SPN ved utgangen av 2019 var 6,9 pst., målt ved årlig standardavvik. Det

³ Finansdepartementet benytter januar 2007 som utgangspunkt for analyser og historiske sammenligninger av meravkastning og risiko i forvaltningen av SPN. Det skyldes omleggingen av mandatet for forvaltningen av SPN i 2007, som blant annet medførte endringer i regelverk og referanseindekser, samt endringen i fondsverdi og aktivasammensetning for SPN da deltakelsen i kontolånsordningen ble avsluttet i desember 2006.

⁴ Akkumulert brutto meravkastning i milliarder kroner er beregnet som forskjellen mellom samlet kumulativ avkastning av henholdsvis SPN og fondets referanseindeks siden januar 2007, multiplisert med kapitalen i SPN ved inngangen til 2007. Beregningen angir dermed forskjellen i verdien av SPN ved utgangen av 2019 og en tenkt portefølje der kapitalen ved inngangen til 2007 forrentes med avkastningen av referanseindeksen for fondet frem til utgangen av 2019. En tidvis ulik fordeling mellom aksjer og obligasjoner i fondet og i referanseindeksen fra Finansdepartementet, såkalte allokeringseffekter, medfører at samlet kumulativ avkastning av SPN er noe lavere enn summen av aksje- og obligasjonsporteføljene separat.



Figur 4.5 Brutto meravkastning (differanseavkastning) av Folketrygdfondets forvaltning

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

tilsvarende svingninger i verdien av fondet på om lag 19 mrd. kroner. Under en antakelse om normalfordelte avkastningstall forventes svingningene i ett av tre år å være større enn dette.

Analysen av de historiske svingningene basert på faktiske månedlige avkastningstall, viser at fondet i de fleste perioder har hatt lavere svingninger enn referanseindeksen, se tabell 4.2 og figur 4.6A. Det gjelder også for aksje- og obligasjonsporteføljene hver for seg. Folketrygdfondets forvaltning har dermed historisk bidratt til å redusere svingningene i avkastningen. Samtidig viser figuren at svingningene i fondet i stor grad følger av svingningene i referanseindeksen. Analyser som ble lagt frem som del av gjennomgangen av Folketrygdfondets forvaltning av SPN, se meldingen *Statens pensjonsfond 2019*⁵, viser at over 99 pst. av svingningene i avkastningen de siste 20 årene kan forklares av svingninger i avkastningen av referanseindeksen. Analysene tyder samtidig på at andelen av svingningene som kan forklares av svingninger i referanseindeksen over tid har økt.

Relativ risiko

Ved utgangen av 2019 var forventet relativ volatilitet i SPN beregnet til 0,5 prosentenheter, noe som er om lag på samme nivå som ved inngangen til året. Folketrygdfondet utnytter dermed en liten

andel av rammen fra Finansdepartementet på 3 prosentenheter.

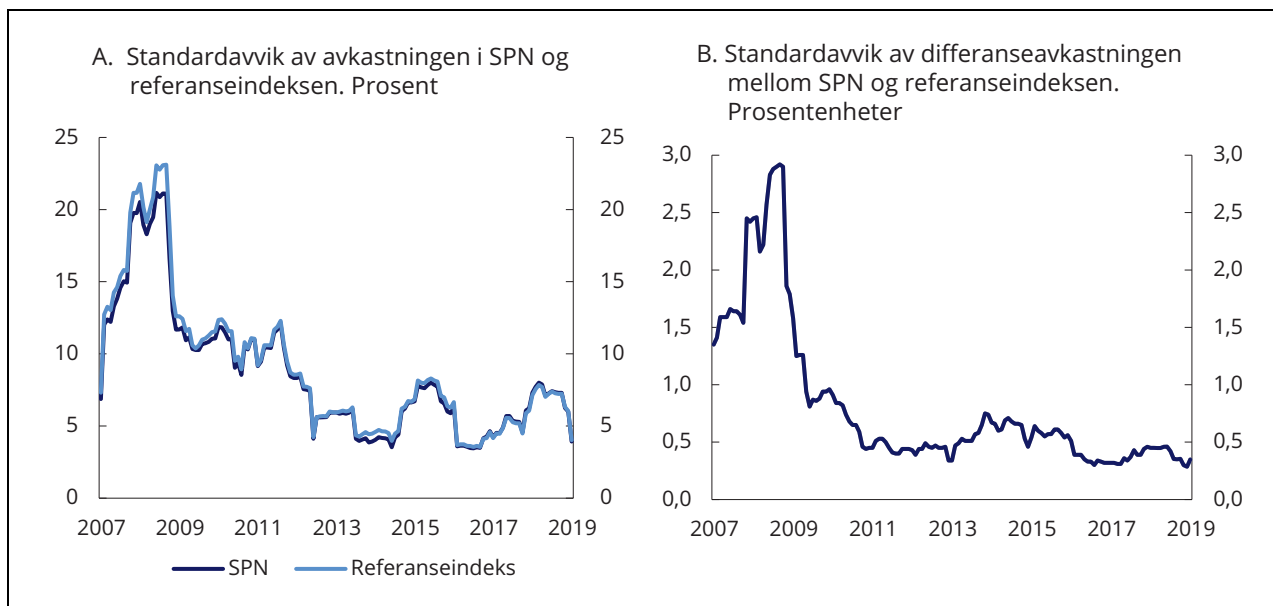
Realisert relativ volatilitet er et uttrykk for den historiske relative risikoen i SPN, målt ved svingninger i meravkastningen. Det siste året har svingningene i differanseavkastningen vært om lag 0,3–0,5 prosentenheter, målt over rullende tolv månedersperioder, se figur 4.6B. Både forventet og realisert relativ volatilitet var ved utgangen av 2019 på et lavt nivå sammenlignet med gjennomsnittet siden januar 2007. Det samsvarer med analyser som tyder på at svingninger i avkastningen av referanseindeksen i stor og økende grad forklarer svingninger i avkastningen av SPN.

Relativ volatilitet påvirkes av flere faktorer, inkludert svingninger i markedet. I perioder med store markedsbevegelser vil relativ volatilitet kunne øke, selv uten endringer i sammensetningen av faktisk portefølje. I fondsmeldingen våren 2016 ble det gitt en nærmere omtale av forhold som påvirker den målte relative volatiliteten.

Ekstremavviksrisiko

Forventet ekstremavviksrisiko måler hvor stort negativt avvik som kan forventes mellom avkastningen av SPN og referanseindeksen i ekstreme tilfeller. Et slikt mål kan bedre fange opp risiko ved strategier som gjerne bidrar positivt til meravkastningen over tid, men som i perioder kan medføre store tap. Beregninger av ekstremavviksrisiko er ment å supplere forventet relativ volatili-

⁵ Meld. St. 20 (2018–2019) Statens pensjonsfond 2019.



Figur 4.6 Rullerende tolv måneders standardavvik i avkastningen av SPN og referanseindeksen samt differanseavkastningen

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

tet, som måler hvor store avvik som kan forventes under normale markedsforhold.⁶

Forventet ekstremavviksrisiko måles med bakgrunn i anslag for de mest negative avvikene mellom avkastningen av SPN og referanseindeksen fra Finansdepartementet som historisk ville inntruffet med en portefølje som i dag. Ved utgangen av 2019 var annualisert forventet ekstremavviksrisiko i SPN 1,7 prosentenheter, som er godt innenfor rammen på 9 prosentenheter fastsatt av Folketrygdfondets styre. Den målte ekstremavviksrisikoen innebærer at en i ekstreme markedsituasjoner må forvente en annualisert avkastning av SPN som er 1,7 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen.

Kredittrisiko

Folketrygdfondet avviker fra referanseindeksens kreditteksponering ved blant annet å ha en lavere andel statsobligasjoner, lavere kredittløpetid og høyere eksponering mot lån med lav kredittverdighet. Basert på markedsverdien av og kredittkarakteren⁷ til hvert enkelt obligasjonslån i porteføljen kan det beregnes en samlet, verdivektet kredittkvalitet for SPNs obligasjonsinvesteringer. Ved

⁶ Mandatet fra Finansdepartementet stiller krav om at Folketrygdfondet skal fastsette supplerende risikorammer for forvaltningen av SPN, herunder en ramme for forventet ekstremavviksrisiko.

utgangen av 2019 var denne AA, hvilket er uendret sammenlignet med inngangen til året.

Obligasjoner med høy risiko inngår ikke i referanseindeksen for SPN. Forvaltningsmandatet åpner likevel for at Folketrygdfondet innenfor fastsatte rammer kan investere i slike obligasjoner.⁸ Ved utgangen av 2019 utgjorde høyrisikoobligasjoner 7,5 pst. av markedsverdien av selskapsobligasjonene i SPN, hvilket er godt innenfor rammen fra departementet.

Enkeltinvesteringer

SPN er en finansiell investor. Det innebærer at investeringene spres på mange enkelt-selskaper og obligasjonslån. Finansdepartementet har fastsatt at fondet maksimalt kan eie inntil 15 pst. av aksjekapitalen eller egenkapitalbevisene i enkelt-selskap i Norge, og inntil 5 pst. i Danmark, Finland og Sverige. Ved utgangen av 2019 var den største eierandelen i ett enkelt selskap i Norge 14,8 pst., mens den var 1,0 pst. i de øvrige nor-

⁷ Standard & Poor's skala for kredittkarakter 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 omtales med et samlebegrep som «investment grade». Obligasjoner med lavere kredittkarakter anses å ha lav kredittverdighet og omtales som høyrenteobligasjoner eller «high yield».

⁸ Obligasjoner med høy risiko skal under normale markedsforhold ikke utgjøre mer enn 25 pst. av netto markedsverdi av porteføljen av selskapsobligasjoner.

diske landene. Avsnitt 5.1 omtaler SPNs eierandeler i det norske aksjemarkedet og råd fra Folketrygdfondet om endringer i forvaltningsmandatet.

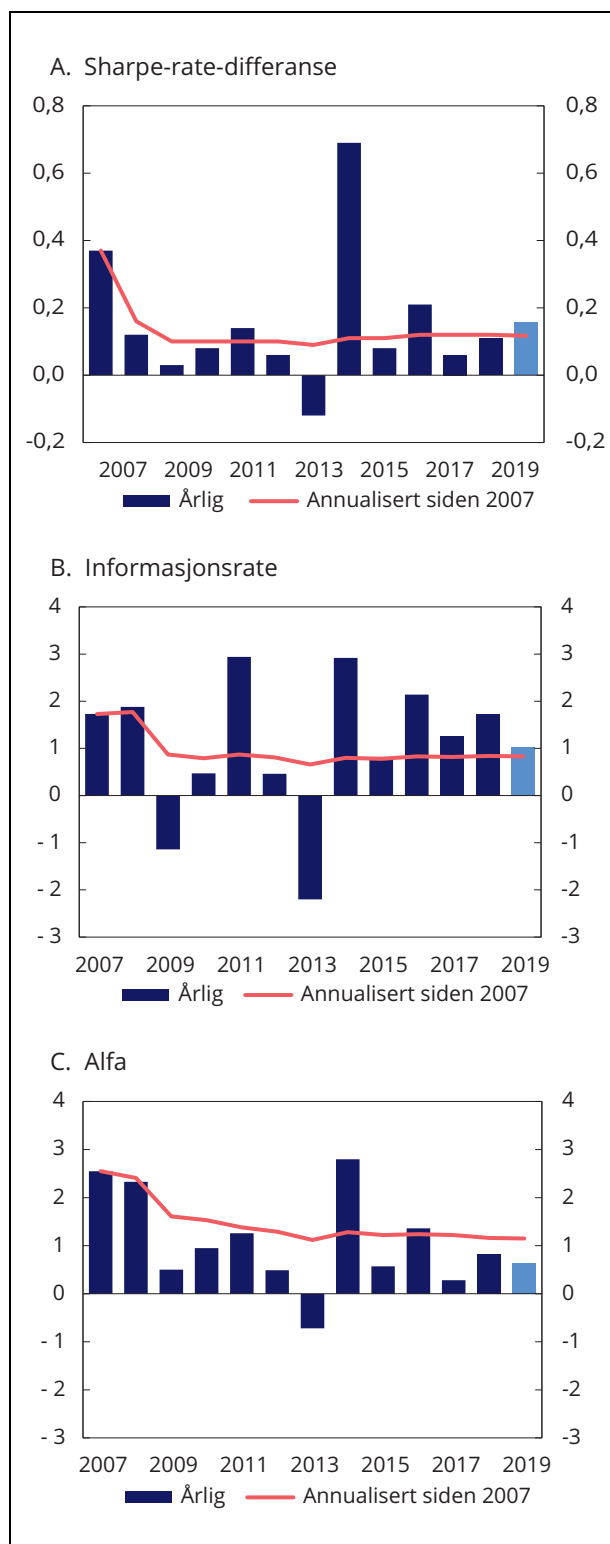
4.2.6 Risikojustert avkastning

Folketrygdfondets avvik fra referanseindeksen medfører at svingningene i avkastningen av fondet kan bli høyere eller lavere enn i referanseindeksen.

I finanslitteraturen benyttes ulike modeller og måltall for å vurdere meravkastning relativt til risikoen som forvalter har tatt, herunder informasjonsraten og Sharpe-raten. Videre benyttes modeller for å forklare historiske resultater der en skiller mellom avkastning forvalter oppnår gjennom å ta systematisk risiko og avkastning som skyldes andre avvik. Sistnevnte omtales gjerne som risikojustert meravkastning, såkalt alfa. Det er stor usikkerhet forbundet med slike metoder, se omtale i fondsmeldingen våren 2016⁹. Finansdepartementet gjennomgår regelmessig forvaltningen av SPN, hvor risikotakingen analyseres og vurderes. Analysene av risikotakingen i den siste gjennomgangen i 2019 tydet på at Folketrygdfondets oppnådde meravkastning ikke kan forklares med økt systematisk risikotaking, se meldingen *Statens pensjonsfond 2019*.

Sharpe-rate

Sharpe-raten måler forholdet mellom avkastningen av SPN utover en risikofri plassering av kapitalen og den absolute risikoen i fondet. I 2019 oppnådde Folketrygdfondet en Sharpe-rate for SPN som var om lag 0,2 høyere enn for referanseindeksen, se tabell 4.2 og figur 4.7A. Det tyder på at Folketrygdfondets forvaltning bidro til et noe bedre forhold mellom avkastning og risiko i SPN sammenlignet med referanseindeksen. Målt over perioden siden januar 2007 er forskjellen mellom Sharpe-raten for SPN og referanseindeksen 0,1. Den høyere Sharpe-raten for SPN sammenlignet med referanseindeksen følger av at Folketrygdfondet over tid har oppnådd meravkastning, samtidig som forvaltningen har bidratt til lavere absolutt risiko i fondet enn i referanseindeksen.



Figur 4.7 Risikojustert avkastning for SPN. Årlig og siden 2007

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

⁹ Meld. St. 23 (2015–2016) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2015.

Tabell 4.2 Risiko og risikojustert avkastning i SPN i 2019, siste 3, 5, 10 og 20 år, samt i perioden 2007–2019. Årlige tall basert på månedlige observasjoner¹

	2019	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	2007–2019	Siste 20 år
<i>SPN</i>						
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	3,92	5,49	5,81	7,12	9,63	8,10
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	4,02	5,44	5,88	7,31	10,16	8,58
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,35	0,37	0,43	0,54	1,06	1,14
Sharpe-rate-differanse	0,16	0,08	0,12	0,11	0,12	0,10
Informasjonsrate	1,02	1,39	1,41	1,14	0,83	0,46
Beta ²	0,97*	1,01*	0,99*	0,97*	0,94*	0,94*
Alfa ³ (prosentenheter)	0,64	0,47*	0,71*	0,81*	1,15*	0,80*
<i>Aksjeporteføljen</i>						
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	7,28	9,30	9,88	12,30	16,88	17,86
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	7,45	9,22	9,99	12,62	17,85	19,00
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,53	0,59	0,67	0,91	1,80	3,05
Sharpe-rate-differanse	0,10	0,04	0,08	0,07	0,07	0,09
Informasjonsrate	0,64	0,77	1,07	0,66	0,61	0,40
Beta ²	0,98*	1,01*	0,99*	0,97*	0,94*	0,93*
Alfa ³ (prosentenheter)	0,72	0,38	0,84*	0,86*	1,43*	1,70*
<i>Obligasjonsporteføljen</i>						
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	2,43	1,99	2,04	2,33	2,52	2,46
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	2,34	1,94	2,07	2,45	2,53	2,71
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,18	0,23	0,35	0,46	0,59	0,74
Sharpe-rate-differanse	0,12	0,28	0,24	0,36	0,28	0,21
Informasjonsrate	2,17	1,17	1,35	1,50	2,62	0,40
Beta ²	1,04*	1,02*	0,97*	0,93*	0,97*	0,88*
Alfa ³ (prosentenheter)	0,29	0,57*	0,52*	0,90*	0,77*	0,60*

¹ Folketrygdfondet benytter i sin rapportering ukentlige observasjoner som grunnlag for beregning av relativ volatilitet, Sharpe-rate-differanse og informasjonsrate i 2019. Det gir i noen tilfeller avvik sammenlignet med Finansdepartementets beregninger.

² * indikerer at anslaget for beta er statistisk signifikant forskjellig fra 1 ved 5 pst. signifikansnivå, dvs. at det er mindre enn 5 pst. sannsynlighet for å få dette anslaget dersom den uobserverbare, sanne beta er 1.

³ * indikerer statistisk signifikans ved 5 pst. signifikansnivå, dvs. at det er mindre enn 5 pst. sannsynlighet for å få dette anslaget dersom den uobserverbare, sanne alfa er 0.

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

Informasjonsrate

Informasjonsraten måler meravkastningen i forhold til den relative risikoen som er tatt. I 2019 var informasjonsraten for SPN 1,0, se tabell 4.2 og figur 4.7B. Det betyr at hver prosentenheter relativ risiko i forvaltningen i gjennomsnitt ble kompensert med 1,0 prosentenheter meravkastning. Målt på denne måten bidro Folketrygdfondets forvaltning til at SPN ble svært godt kompensert for den relative risikoen, særlig i obligasjonsporteføljen. I perioden januar 2007 til utgangen av 2019 er informasjonsraten beregnet til 0,8. Fondet har i denne perioden fått bedre betalt for den relative risikoen i obligasjonsporteføljen enn i aksjeporteføljen.

Alfa

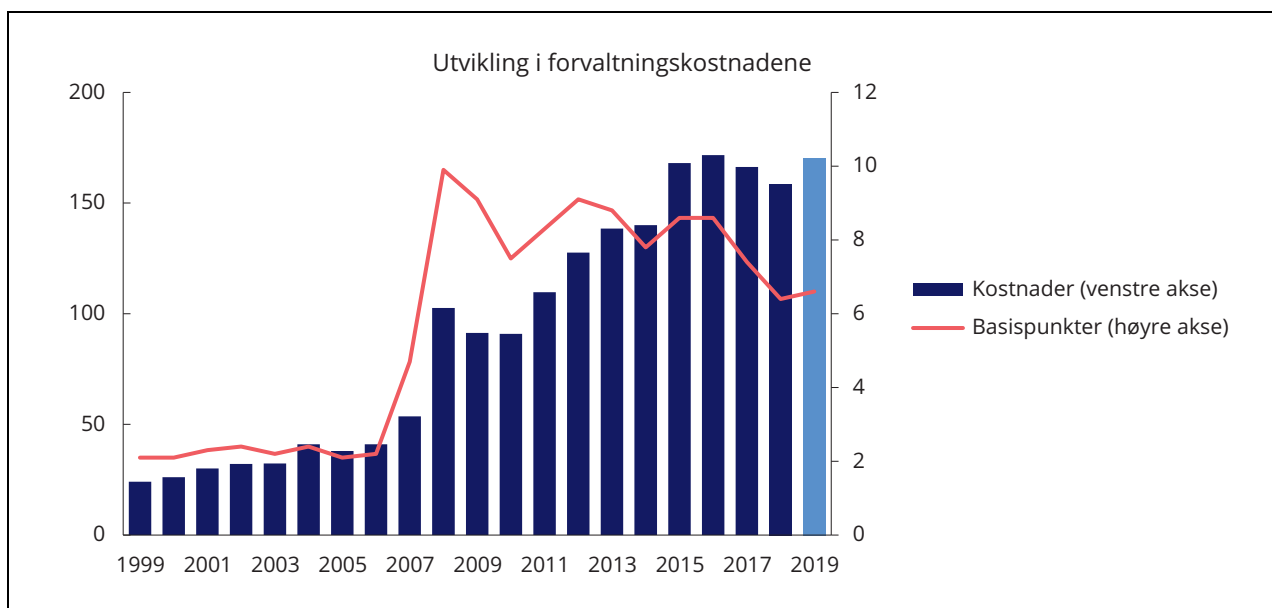
Alfa er et modellbasert mål for risikjustert meravkastning. I beregningen av alfa justeres Folketrygdfondets meravkastning for om resultatene i forvaltningen er oppnådd ved å ta mer eller mindre systematisk risiko enn i referanseindeksen. I 2019 var porteføljens alfa 0,6 prosentenheter, se tabell 4.2 og figur 4.7C. Et anslag for alfa som er større enn null kan tyde på at meravkastningen er høyere enn det som følger av en ren kompensasjon for systematisk risikotaking. Siden januar 2007 har Folketrygdfondet oppnådd en gjennomsnittlig årlig alfa i forvaltningen på 1,2 prosentenheter.

4.2.7 Forvaltningskostnader

Folketrygdfondet får dekket faktiske årlige forvaltningskostnader for SPN innenfor en ramme fastsatt av Finansdepartementet. Kostnadsrammen var 179 mill. kroner i 2019, inkludert investeringer. Folketrygdfondets forvaltningskostnader utgjorde i fjor 170,4 mill. kroner, inkludert et utbytte på 0,9 mill. kroner til staten. Investeringer i varige driftsmidler og immaterielle eiendeler utgjorde 5,7 mill. kroner. Samlet var kostnadene godt innenfor rammen fastsatt av departementet. Målt som andel av gjennomsnittlig kapital til forvaltning utgjorde forvaltningskostnadene 6,7 basispunkter (0,067 pst.).

Kostnadsutvikling over tid

Figur 4.8 viser utviklingen i forvaltningskostnadene for SPN de siste 20 årene. Kostnadene økte betydelig i 2007 og 2008, både målt i kroner og i basispunkter. Det skyldtes dels tilbakebetalingen av 101,8 mrd. kroner til staten da deltakelsen i kontolånsordningen ble avsluttet i desember 2006, noe som om lag halverte markedsverdien av SPN. Samtidig ble det fra 2007 stilt nye krav til styring og kontroll av risiko og rapportering, noe som medførte behov for investeringer og en økning i antall ansatte i de påfølgende årene. Sammen med generell lønnsøkning har dette bidratt til økte kostnader over tid. Målt som andel av kapital til forvaltning har forvaltningskostnadene for SPN vist en fallende trend de siste årene.



Figur 4.8 Utvikling i forvaltningskostnader i SPN. Millioner kroner (venstre akse) og basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Internasjonal sammenligning av kostnadene

Det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. (CEM) sammenligner kostnadene i SPN med kostnadene i andre fond internasjonalt på oppdrag fra Finansdepartementet. I rapporten for 2018, som er den nyeste rapporten¹⁰, fremgår det at kostnadene i SPN er vesentlig lavere enn for andre sammenlignbare fond, målt som andel av kapital til forvaltning. Det skyldes i hovedsak at SPN ikke er investert i aktiva som unoterte aksjer, unotert eiendom og unotert infrastruktur, som generelt har høyere forvaltningskostnader enn noterte aksjer og obligasjoner. CEM finner imidlertid at kostnadene i SPN er lave sammenlignet med andre fond selv når en justerer for forskjeller i aktivafordeling. Den viktigste forklaringen på dette er at all forvaltning gjøres internt i Folketrygdfondet, og at den interne forvaltningen har lave kostnader sammenlignet med andre fond.

4.2.8 Resultater første halvår 2020

Markedsutviklingen i første halvår 2020 var preget av store svingninger. Frykt for svakere økonomisk utvikling som følge av virusutbruddet førte i slutten av februar til et markant fall i aksjemarkedet både i Norge og globalt. Det norske aksjemarkedet var i tillegg preget av nedgang i oljeprisen og svak kronekurs. Hovedindeksen på Oslo Børs falt med mer enn 24 pst., og energisektoren falt med over 36 pst. Kutt i styringsrenter og investors søken etter trygghet i sikre verdipapirer førte i første kvartal til en nedgang i statsrenter med lang løpetid. Kredittpåslag økte dramatisk fra slut-

ten av februar som følge av frykt for konkurser, bekymring for bedriftenes økonomi og lavere likviditet i kredittobligasjonsmarkedet.

I andre kvartal var aksjemarkedet, etter betydelige tiltakspakker fra myndighetene, preget av rask innhenting, oljeprisoppgang og kronestyrkelse. Hovedindeksen på Oslo Børs steg 12,5 pst., som er den største kursoppgangen i løpet av ett kvartal siden 2010. Statsrenter med lang løpetid forble lave, mens kredittpåslagene falt ettersom frykten avtok og likviditeten i kredittobligasjonsmarkedet bedret seg.

Markedsverdien av SPN ved utgangen av første halvår 2020 var 256,8 mrd. kroner. Det er 11,9 mrd. kroner mindre enn verdien ved inngangen til året. Fondets aksjeportefølje hadde på samme tid en markedsverdi på 156,9 mrd. kroner, tilsvarende 61,1 pst. av fondets kapital. Den resterende kapitalen var investert i rentebærende papirer. Avkastningen av SPN i første halvår 2020 var -4,4 pst. målt i norske kroner. Aksjeporteføljen fikk en avkastning på -11,4 pst., mens obligasjonsporteføljens avkastning var 6,1 pst.

Folketrygdfondet oppnådde i første halvår en avkastning som var 0,32 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Aksjeforvaltningen hadde en mindreavkastning på 0,57 prosentenheter, mens det var en meravkastning i obligasjonsforvaltningen på 1,88 prosentenheter.

Målt over de siste 20 år har gjennomsnittlig årlig nominell avkastning av SPN vært 7,4 pst., mens gjennomsnittlig årlig realavkastning etter kostnader har vært 5,3 pst. Folketrygdfondet har i samme periode oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 0,56 prosentenheter i forvaltningen av SPN, se tabell 4.3.

¹⁰ Rapporten er tilgjengelig på departementets nettsider.

Tabell 4.3 Nøkkeltall for Statens pensjonsfond Norge per 30. juni 2020. Årlige tall i norske kroner. Prosent

Statens pensjonsfond Norge	Siste 6 mnd.	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år
Nominell avkastning	-4,41	5,34	5,64	8,63	7,37
Prisstigning	-	1,95	2,29	1,98	1,99
Forvaltningskostnader	-	0,06	0,07	0,07	0,06
Realavkastning etter kostnader ¹	-	3,34	3,29	6,58	5,33
<i>Memo:</i>					
Brutto meravkastning	0,32	0,57	0,71	0,70	0,56

¹ Realavkastning etter kostnader er beregnet etter geometrisk metode og vil derfor ikke være lik nominell avkastning fratrukket prisvekst og forvaltningskostnader

Kilder: Folketrygdfondet, Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.

Boks 4.1 Attestasjonsoppdrag

Folketrygdfondets eksterne revisor gjennomgår regelmessig hvordan enkelte deler av mandatet fra Finansdepartementet er implementert. Slike oppdrag er en del av departementets oppfølging av og kontroll med forvaltningen av SPN. Rapportene fra disse gjennomgangene, såkalte attestasjonsuttalelser, er tilgjengelig på departementets nettsider.

Revisor har i 2019 gjennomgått Folketrygdfondets utforming og implementering av rammeverket for operasjonell risiko i SPN. Som del av oppdraget har revisor blant annet gjennomgått styrende dokumenter og annet relevant skriftlig materiale, samt hatt møter med ledere og ansatte i Folketrygdfondet. Oppdraget omfatter ikke en vurdering av hvorvidt rammeverket

etterlevs over tid eller en kvalitetssikring av virksomhetens egne vurderinger.

Attestasjonsuttalelsen konkluderer med at Folketrygdfondets utforming og implementering av rammeverket for operasjonell risiko i SPN i det alt vesentlige er i tråd med anerkjente norske og internasjonale standarder, inkludert Forskrift om risikostyring og internkontroll og Finanstilsynets modul for styring av operasjonell risiko.

Revisors funn og konklusjon er basert på Folketrygdfondets risikostyring og kontroll slik den var utformet og implementert ved tidspunktet for gjennomføringen av attestasjonsoppdraget.

4.2.9 Departementets vurderinger av resultatene i 2019

Avkastningen av SPN var 12,4 pst. i 2019, målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader. Avkastningen av aksjeinvesteringene var 18,2 pst., mens avkastningen av obligasjonsinvesteringene var 4,2 pst. Avkastningen i fjor var betydelig høyere enn den gjennomsnittlige årlige avkastningen av SPN på 7,8 pst. de siste 20 årene. Det skyldes sterk verdiutvikling i både aksje- og obligasjonsmarkedene. Den gjennomsnittlige årlige realavkastningen av SPN de siste 20 årene er 5,5 pst. etter kostnader. Departementet vil peke på at en må være forberedt på at avkastningen i finansmarkedene vil variere betydelig fra år til år.

Folketrygdfondet oppnådde i 2019 en avkastning av SPN som var 0,4 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen fastsatt av departementet. Meravkastningen var høy sett i forhold til utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet, både i 2019 og sammenlignet med gjennomsnittlig utnyttelse av rammen siden januar 2007. Departementet legger vekt på utviklingen i resultatene over tid, og er tilfreds med at gjennomsnittlig årlig bruttoavkastning siden januar 2007 har vært om lag én prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Det

er høyere enn departementets uttrykte forventning til meravkastning over tid, i størrelsesorden $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ prosentenheter per år.

Forvaltningskostnadene i SPN er lave sammenlignet med andre fond. Finansdepartementet er tilfreds med at forvaltningen av SPN synes å være kostnadseffektiv. Departementet vil også fremover vektlegge en kostnadseffektiv forvaltning av SPN.

Departementet har siden 2010 regelmessig gjennomgått Folketrygdfondets forvaltning av SPN. Formålet med slike gjennomganger er blant annet å evaluere resultatene i forvaltningen. Det ble redegjort for slike gjennomganger i fondsmeldingene som ble lagt frem i 2011¹¹, 2015¹² og 2019¹³. Gjennomgangene bidrar til åpenhet om risiko og resultater, og kan støtte opp under evnen til å holde fast ved lønnsomme, langsiktige strategier også i perioder med mindreavkastning. Departementet tar sikte på å legge frem en ny, grundig gjennomgang av forvaltningen av SPN i meldingen om Statens pensjonsfond 2023.

¹¹ Meld. St. 15 (2010–2011) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010*.

¹² Meld. St. 21 (2014–2015) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014*.

¹³ Meld. St. 20 (2018–2019) *Statens pensjonsfond 2019*.

5 Statens pensjonsfond Norge: videreutvikling av strategi og forvaltning

5.1 Råd fra Folketrygdfondet om endringer i forvaltningsmandatet

5.1.1 Bakgrunn

Folketrygdfondet har i brev til Finansdepartementet 13. desember 2019 gitt råd om å endre mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN). Bakgrunnen er at SPNs eierandeler i selskaper notert på Oslo Børs nå er så høye at det medfører risiko for å komme i brudd med mandatets eierandelsbegrensning på 15 pst. i norske selskaper. I tillegg reduseres handlingsrommet i den aktive forvaltningen. Folketrygdfondets brev er tilgjengelig på departementets nettsider.

Referanseindeksen for SPN har siden 2007 vært sammensatt av noterte aksjer (60 pst.) og obligasjoner (40 pst.). Indeksen har en fast geografisk fordeling med 85 pst. norske verdipapirer og 15 pst. nordiske (danske, finske og svenske) verdipapirer.

Folketrygdfondet viser i sitt råd til at store aksjekjøp i perioden med aksjemarkedsfall i 2008 og 2009, som følge av strategien med tilbakevektning av aksjeandelen i SPN, bidro til å øke eierandelen i selskapene i hovedindeksen på Oslo Børs i betydelig grad. I perioden etter finanskrisen har eierandelene i norske selskaper holdt seg høye, til tross for at det er gjennomført flere tilbakevektninger med salg av aksjer, noe som isolert sett reduserer SPNs eierandeler. Hovedårsaken til at eierandelene likevel fortsatt er høye, er at selskapene på Oslo Børs i samme periode har betalt langt mer i utbytte enn det har vært emisjoner og børsintroduksjoner. Folketrygdfondet reinvesterer dette utbyttet, noe som har motvirket effekten på eierandelene av tilbakevektninger med salg av aksjer.

Etter at aksjemarkedet falt i mars 2020, gjennomførte Folketrygdfondet en tilbakevektning med kjøp av aksjer. Rask gjeninnhenting i markedet gjorde imidlertid at behovet for kjøp ble begrenset, slik at fondets eierandeler i selskaper på Oslo Børs ble lite påvirket. Beregninger fra Fol-

ketrygdfondet viser at det ikke hadde vært mulig å gjennomføre en tilbakevektning av aksjeandelen i SPN til 60 pst. dersom en skulle få et tilsvarende markedsfall som under finanskrisen, uten samtidig å bryte eierandelsbegrensningen i mandatet.

5.1.2 Formålet med SPN

SPN ble opprinnelig opprettet i 1967 under navnet Folketrygdfondet som et verktøy for sparing som skulle gi bidrag til fremtidige utbetalinger fra folketrygden. Siden 1979 har fondet vært lukket uten tilførsel av nye midler, og avkastningen er løpende blitt lagt til fondskapitalen. SPN utgjør sammen med Statens pensjonsfond utland (SPU) Statens pensjonsfond.

Formålet med Statens pensjonsfond er å støtte opp under finansieringen av folketrygdens pensjonsutgifter. Målsettingen for forvaltningen av SPN er å oppnå høyest mulig avkastning målt i kroner til akseptabel risiko. Folketrygdfondet kan avvike noe fra den fastsatte referanseindeksen, blant annet for å oppnå meravkastning. Resultatene i forvaltningen er gode. Siden 2007 har Folketrygdfondet oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 1,0 prosentenheter, tilsvarende om lag 30 mrd. kroner. Strategi og resultater i SPN er omtalt i avsnitt 4.1. og 4.2.

5.1.3 Folketrygdfondets råd

Folketrygdfondet peker i sitt brev på at utfordringen med høye eierandeler i det norske aksjemarkedet kan løses på flere måter. Det ligger noen premisser til grunn for rådet. For det første skal det holdes fast ved målet om å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader over tid, og det skal drives ansvarlig forvaltning. Videre anser Folketrygdfondet at de har stor nytte av et nordisk investeringsunivers, fordi dette har bidratt til bedre kvalitet i forvaltningen og til bedre risikoustert avkastning.

Folketrygdfondets råd er at aksjeporteføljens andel i Norge reduseres noe, mens andelen i Danmark, Finland og Sverige økes tilsvarende. Det

legges vekt på at anbefalingen innebærer at SPN fortsatt vil ha betydelige eierandeler i det norske aksjemarkedet, men også handlefrihet til å opptre motsyklisk uten å utfordre mandatets eierandelsbegrensning, og til å drive aktiv forvaltning.

Folketrygdfondet mener at investeringer i unotert egenkapital kan redusere utfordringene knyttet til eierandelsbegrensningen, men at dette markedet innen en rimelig tidshorison trolig ikke kan absorbere tilstrekkelig kapital til å løse problemet. SPN kan innenfor gjeldende mandat investeres i unoterte selskaper der styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering på børs. Folketrygdfondet har i liten grad benyttet denne adgangen, ettersom styrene sjelden kommuniserer en klar strategi om børsnotering på forhånd. Folketrygdfondet mener det er hensiktsmessig å erstatte dagens bestemmelse med en egen ramme for investeringer i unoterte aksjer tilsvarende 2–3 pst. av aksjeporteføljen. Formålet er å få eksponering mot selskaper som generelt antas å være aktuelle for børsnotering på et senere tidspunkt. Folketrygdfondet anser at aktuelle investeringer vil være direkte aksjeeierskap i modne selskaper med markedsverdi av en viss størrelse.

Folketrygdfondet peker videre på at årlige uttak fra SPN vil bidra til å redusere veksten i fondet og begrense eierandelen i norske selskaper, og ønsker på faglig bakgrunn ikke å fraråde en slik ordning. Folketrygdfondet vil samtidig fraråde et engangsuttak fra SPN, da en alternativ plassering av midlene etter Folketrygdfondets vurdering vil gi en lavere risikojustert avkastning enn om midlene forblir i fondet.

Øvrige muligheter, som å redusere aksjeandelen, mer indekxnær forvaltning, høyere eierandelsgrense eller mer ekstern forvaltning, er etter Folketrygdfondets syn ikke hensiktsmessige løsninger. Folketrygdfondet mener slike løsninger vil gi enten lavere forventet avkastning eller bidra til å så tvil om fondets finansielle formål.

Det foreslås også enkelte tekniske justeringer i referanseindeksen for aksjer, inkludert en overgang fra faste til flytende regionvekter med tilhørende særskilte landfaktorer.¹ Folketrygdfondet anbefaler videre endringer i referanseindeksen for obligasjoner.

¹ Den særskilte landfaktoren for Norge anbefales satt i intervallet mellom 10 og 18. Justeringsfaktoren til Norden for øvrig er anbefalt satt til 1. Det innebærer en allokering til det norske aksjemarkedet i størrelsesorden 62 pst. til 75 pst.

5.1.4 Departementets vurderinger

Departementet vil peke på at utfordringen med høye eierandeler i selskaper på Oslo Børs kan håndteres på flere måter. Ett tiltak kan være å heve eierandelsbegrensningen, og dermed la Folketrygdfondet bli en større eier på Oslo Børs. Andre løsninger kan være å øke andelen investeringer i Norden, åpne for investeringer i unoterte aksjer i større grad eller ta kapital ut fra fondet.

Folketrygdfondet er en av de største finansielle investorene på Oslo Børs. Etter departementets oppfatning er det ikke tungtveiende argumenter for at staten skal være stor eier på Oslo Børs, da dette anses å være et velfungerende marked uten et særskilt behov for statlig medvirkning. SPN er investert i det norske verdipapirmarkedet i hovedsak av historiske grunner.

Folketrygdfondets rolle er å være en finansiell investor. Det innebærer at det skal være tydelig at staten ikke har strategiske mål med eierskapet og at det ikke stilles krav til deltagelse i strategiske beslutningsprosesser. Eierandelsbegrensninger på 15 pst. er satt for å understøtte dette. Finansdepartementet deler Folketrygdfondets syn om at økte eierandeler i norske selskaper vil kunne skape uklarhet om Folketrygdfondets rolle som en finansiell investor. Departementet mener på denne bakgrunn at eierandelsbegrensningen på 15 pst. for norske selskaper bør ligge fast.

Et overordnet hensyn ved plasseringene av statens finansielle formue i Statens pensjonsfond er bred risikospredning. Dette ivaretas først og fremst gjennom investeringene i SPU, siden SPN kun utgjør om lag 2 pst. av statens samlede formue i Statens pensjonsfond. Når også SPU investerer i Norden, vil en eventuell utvidelse av SPNs Nordenandel i svært liten grad bidra til økt risikospredning for staten. Finansdepartementet legger samtidig til grunn at det er stordriftsfordeler i den type indekxnær forvaltning SPN og SPU driver. At de to fondene er i samme marked er derfor i utgangspunktet ineffektivt, og kan isolert sett gi høyere kostnader. Folketrygdfondet viser til positive effekter på forvaltningen av å kunne være investert i Norden, men disse er ikke tallfestet. Det er usikkert i hvilken grad en høyere andel investert i Norden vil gi vesentlige utslag i fondets avkastning og risiko. Departementet legger opp til at Norden-andelen i referanseindeksen til SPN holdes uendret på 15 pst.

Folketrygdfondet mener at unoterte aksjer kan redusere utfordringene knyttet til størrelsen på aksjeinvesteringene i Norge, men peker på at dette markedet har svak likviditet og trolig ikke

vil kunne absorbere tilstrekkelig kapital til å løse problemstillingen innenfor en rimelig horisont. Folketrygdfondet mener likevel at det er hensiktsmessig å vurdere en endring i mandatsbestemmelsen om adgangen til å investere i unoterte selskaper. Departementet deler disse vurderingene.

SPN kan innenfor gjeldende mandat investeres i unoterte selskaper der styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på en regulert markedsplass i Norge og Norden for øvrig (unntatt Island). Gitt at denne adgangen i mandatet hittil er lite benyttet, vil departementet se nærmere på om dagens utforming er hensiktsmessig, og om den kan utvides noe. I dette arbeidet vil det være behov for å innhente ytterligere informasjon fra Folketrygdfondet, blant annet om hvilke andre kriterier enn uttrykt intensjon om børsnotering som eventuelt kan benyttes for å identifisere selskaper som antas å være aktuelle for en børsnotering på et senere tidspunkt.

Etter en samlet vurdering mener departementet at utfordringene med høye eierandeler i noterte selskaper på Oslo Børs helt eller delvis bør løses gjennom uttak fra SPN. Et uttak kan gjøres på ulike måter, både som et engangsuttak og/eller som årlige uttak. Et slikt uttak fra SPN vil kreve nærmere utredninger, blant annet av hjemmelsgrunnlag og konsekvenser. Det bør som del av dette innhentes vurderinger fra Folketrygdfondet av operasjonelle konsekvenser. Finansdepartementet vil arbeide videre med konkret utforming av omfang og rammer for et slikt uttak.

Det legges opp til at forslagene fra Folketrygdfondet til øvrige endringer i mandatet vurderes samtidig med dette.

5.2 Endringer i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge

I likhet med vurderingene som er gjort for Norges Banks rapportering om forvaltningen av SPU, jf. omtale i avsnitt 3.6, mener departementet at halvårsrapportering bedre ivaretar hensynet til langsiktighet enn kvartalsrapportering. Mandatet for forvaltningen av SPN er derfor endret tilsvarende, jf. vedtak 16. desember 2019 med ikrafttredelse 1. januar 2020. Folketrygdfondet må løpende vurdere behovet for offentliggjøring av informasjon om utviklingen i fondet utenom halvårs- og årsrapporteringen, særlig i perioder med stor uro i finansmarkedene. Halvårsrapporteringen skal offentliggjøres senest to måneder etter utløpet av halvåret. Endringene fremgår av mandatet § 6-2 annet og fjerde ledd.

Det ble samtidig vedtatt nye regnskapsbestemmelser for Folketrygdfondet som gjenspeiler overgangen til halvårsrapportering i mandatet for forvaltningen av SPN.

Det skal fortsatt avholdes møter mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet hvert kvartal, jf. mandatet § 7-4.

6 Ansvarlig forvaltning

6.1 Dagens rammeverk

Formålet med den ansvarlige forvaltningen er å støtte opp om fondenes målsetting om høyest mulig avkastning innenfor et akseptabelt risikonivå.

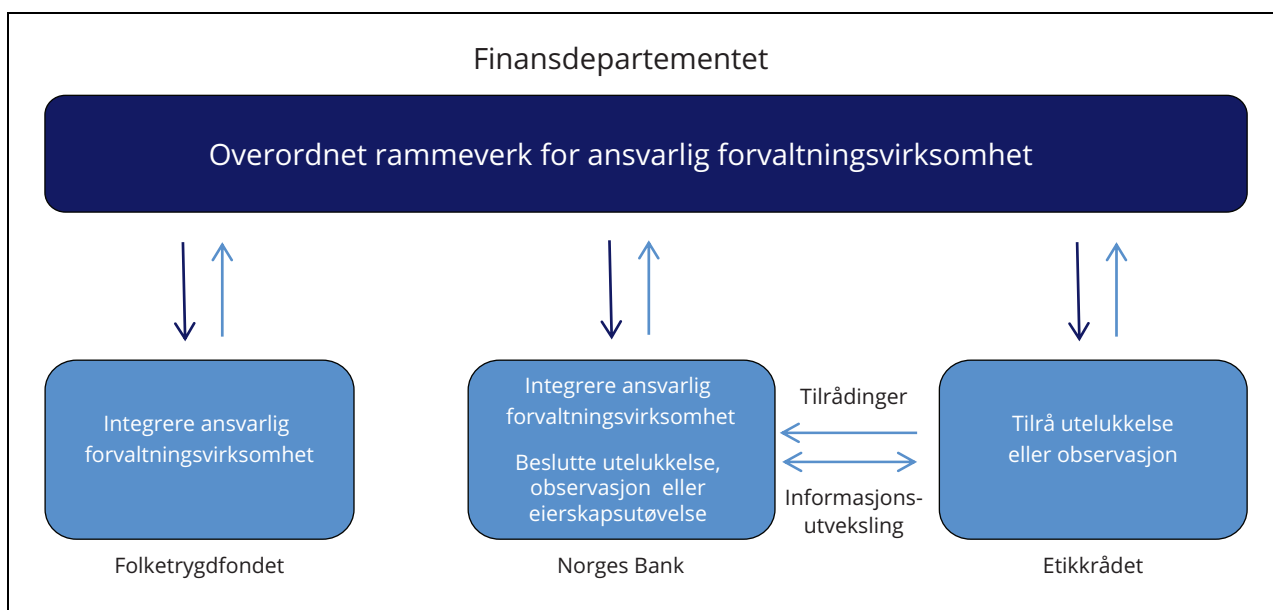
Finansdepartementet legger i mandatene for de to fondene til grunn at god avkastning over tid avhenger av en bærekraftig utvikling og velfungerende markeder. En slik sammenheng antas spesielt å gjelde for store, bredt diversifiserte og langsiktige investorer, hvor avkastningen på investeringene over tid i stor grad vil følge av utviklingen i den globale verdiskapingen. De to fondenes rolle som ansvarlig investor må derfor ses i sammenheng med målet om å oppnå god avkastning over tid. I tillegg er en ansvarlig forvaltning en forutsetning for oppslutning om forvaltningen i den norske befolkningen.

Hensyn til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring skal ifølge mandatene være en integrert del av forvaltningen av SPU og SPN. Videre skal Norges Bank og Folketrygdfondet fastsette et bredt sett av prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet for investeringsporteføljen, basert på

hensynene til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder. I mandatene er det særskilt vist til FNs Global Compact, retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse fra OECD/G20 og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, se boks 6.1. Mandatet for SPN viser i tillegg til anbefalinger fra Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES).

Norges Bank og Folketrygdfondet benytter flere virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltning, blant annet fremme prinsipper og forventninger samt arbeid med å videreutvikle standarder. Videre har Norges Bank og Folketrygdfondet dialog med selskaper om aktuelle temaer og saker, og stemmer på generalforsamlinger i selskaper fondene er investert i. Vurderinger av miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring er også en viktig del av risikohåndteringen i Norges Bank og Folketrygdfondet.

Finansdepartementet innførte i 2004 etiske retningslinjer for forvaltningen av SPU. Disse er senere blitt oppdatert og revidert. Noen av kriteriene i retningslinjene er basert på hva selskapene produserer, som tobakk, våpen og kull. Andre kri-



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

Kilde: Finansdepartementet.

Boks 6.1 Standarder og prinsipper

Mandatene for SPU og SPN viser til standarder og prinsipper fra OECD og FN som rammer for den ansvarlige forvaltningsvirksomheten i Norges Bank og Folketrygdfondet. Mandatet for SPN viser også til anbefalinger fra Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES). Disse standardene og prinsippene er frivillige anbefalinger, og er ikke juridisk bindende. De uttrykker forventninger til selskapsstyring og selskapers håndtering av blant annet miljø og samfunnsmessige forhold.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper inneholder anbefalinger om ansvarlig næringsliv for selskaper med internasjonal virksomhet, og har som mål å fremme bærekraftig utvikling gjennom ansvarlig drift, handel og investeringer.

Retningslinjene ble lansert i 1976 og sist oppdatert i 2011. De er bindende for statene som har vedtatt dem, og er det eneste multilaterale, anerkjente og detaljerte regelverket om ansvarlig næringsliv som regjeringer er forpliktet til å fremme. Retningslinjenes frivillige karakter innebærer imidlertid at det ikke stilles krav til selskapers etterlevelse i rettslig forstand. Det er samtidig en forventning om at selskaper følger retningslinjene, men det enkelte selskap må selv vurdere hvordan retningslinjene best kan etterleves.

Retningslinjene dekker hele bredden av næringslivets samfunnsansvar, inkludert åpenhet og rapportering, menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljø, korrupsjon, forbrukervern, skatt, konkurranse, vitenskap og teknologi. Retningslinjene bygger på anerkjente FN-standarder. I 2011 ble retningslinjene oppdatert, blant annet ved å ta inn et nytt kapittel om menneskerettigheter i samsvar med FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) samt en ny og omfattende tilnærming til aktsomhetsvurdering og ansvarlig styring av leverandørkjeder. OECD har utarbeidet egne veiledere for enkelte utvalgte sektorer, blant annet for institusjonelle investorer.

Land som har sluttet seg til OECDs retningslinjer er forpliktet til å opprette nasjonale kon-

taktpunkter 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.

FNs Global Compact

FNs Global Compact ble lansert i 2000 og er et bredt samarbeid mellom FN og næringslivet, med mål om å fremme næringslivets samfunnsansvar. Det er i dag over 13 000 tilsluttede deltakere, herunder 10 000 selskaper fra om lag 160 land. Selskapene oppfordres til å integrere ti overordnede prinsipper om menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljø og anti-korrupsjon i virksomheten. Videre oppfordres selskapene til å gjennomføre strategiske aktiviteter, med vekt på samarbeid og innovasjon, for å fremme bredere sosiale mål, slik som FNs bærekraftsmål. Prinsippene er utledet fra FNs verdenserklæring om menneskerettigheter, ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet, Rio-erklæringen om miljø og utvikling og FN-erklæringen mot korrupsjon. Global Compact oppfordrer dessuten selskaper til å støtte FNs bærekraftsmål. Da Global Compact ble revidert i 2017, ble FNs bærekraftsmål tatt inn som del av Global Compacts hovedmålsetting. Deltakere forventes å rapportere om arbeidet med implementering av prinsippene i sin virksomhet.

G20/OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse

G20/OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse («corporate governance») ble lansert i 1999 og søker å klargjøre rolle- og ansvarsdelingen mellom eierne, styret og ledelsen i et selskap. Retningslinjene skal bidra til beste praksis for åpenhet og innsyn, behandling av aksjonærer samt styrets ansvar og forpliktelser. De gir også innspill til institusjonelle investors atferd og til opprettholdelse av velfungerende aksjemarkeder.

Boks 6.1 forts.

Retningslinjene er basert på at god styring over tid støtter opp om selskapenes verdiutvikling, tilgang på finansiering og velfungerende kapitalmarkeder. En effektiv styring av selskaper og allokering av kapital vil igjen fremme velferd og økonomisk vekst generelt. Reviderte retningslinjer ble lansert i 2015 og fikk tilslutning fra G20.

Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) utgir den norske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse. Formålet med anbefalingen er at selskaper som er notert på regulerte markeder i Norge skal ha en eierstyring og

selskapsledelse som klargjør rolledelingen mellom aksjeeiere, styret og daglig ledelse utover det som følger av lovgivingen. Det er lagt til grunn at god eierstyring og selskapsledelse vil styrke tilliten til selskapene og bidra til størst mulig verdiskaping over tid, til beste for aksjeeiere, ansatte og andre interessenter. Etter norsk regnskapslov skal selskaper notert på regulerte markeder i Norge årlig gjøre rede for sine prinsipper og praksis vedrørende foretaksstyring. Videre angir reglene at selskaper som er noterte på Oslo Børs og Oslo Axess skal gi en redegjørelse knyttet til den norske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse. En revidert anbefaling om eierstyring og selskapsledelse ble gitt ut i 2018.

terier er basert på deres atferd, som grove brudd på menneskerettigheter eller alvorlig miljøskade. De etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU er nærmere omtalt i boks 6.2. Etikkrådet og Norges Bank har i oppgave å følge opp disse retningslinjene. Beslutninger om observasjon og utelukkelse av selskaper fra fondet tas av Norges Banks hovedstyre, med utgangspunkt i tilrådinger fra Etikkrådet.

Mandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank innebærer at SPU ikke skal være investert i rentebærende instrumenter utstedt av stater som er gjenstand for omfattende FN-sanksjoner eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang, og der Norge har sluttet opp om tiltakene. Finansdepartementet beslutter hvilke land som omfattes av denne bestemmelsen, basert på vurderinger fra Utenriksdepartementet. Landlisten vurderes jevnlig, ettersom internasjonale sanksjoner og tiltak endres over tid.

Figur 6.1 viser rolle- og ansvarsdelingen for ansvarlig forvaltning i SPU og SPN. Norges Banks og Folketrygdfondets arbeid med ansvarlig forvaltning, samt Etikkrådets og bankens arbeid med retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU, er nærmere omtalt i avsnitt 6.2

I april 2019 satte regjeringen ned et utvalg som skal gjennomgå de etiske retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU. Utvalget leverte sin utredning 15. juni 2020, se avsnitt 6.3.

6.2 Arbeidet med ansvarlig forvaltning i Statens pensjonsfond utland og Statens pensjonsfond Norge

Dette avsnittet gjør rede for Norges Banks og Folketrygdfondets arbeid med ansvarlig forvaltning i henholdsvis SPU og SPN, samt Etikkrådets oppfølging av retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU.

6.2.1 Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning

Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning tar utgangspunkt i mandatet fra Finansdepartementet og relevante bestemmelser i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU. Mandatet stiller krav til at ansvarlig forvaltning skal integreres i forvaltningen av SPU og at banken skal fastsette prinsipper for arbeidet. Prinsippene skal baseres på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsforhold, i tråd med internasjonalt anerkjente standarder. Norges Bank rapporterer årlig om sitt arbeid i en egen publikasjon, som er inndelt i følgende tre hovedområder: sette prinsipper, utøve eierskap og investere ansvarlig.

Sette prinsipper

Norges Bank ønsker å bidra til utviklingen av standarder som ivaretar fondets interesser som en langsiktig og universell investor. Banken anser at

Boks 6.2 Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU

Finansdepartementet har fastsatt retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Retningslinjene inneholder kriterier for utelukkelse som enten er basert på selskapenes produkter eller atferd. Dersom det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt kan selskaper settes til observasjon. Før observasjon eller utelukkelse besluttet, skal Norges Bank vurdere om eierskapsutøvelse kan være egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd.

Produktkriteriene

Fondet *skal ikke* være investert i selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer:

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

Våpenkriteriet omfatter kjemiske våpen, biologiske våpen, antipersonellminer, udetekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, klasevåpen og kjernevåpen.¹ 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. Tobakk er et produkt som skiller seg ut ved at det er risiko for alvorlig sykdom og død som følge av normal bruk. Dette gjenspeiles i strenge reguleringer, både nasjonalt og internasjonalt. Ved beslutnin-

gen i 2009 om å utelukke tobakksprodusenter fra SPU forelå det en internasjonal konvensjon om tobakkskontroll, og lovgivingen var strammet markert inn både i Norge og andre land.

Det produktbaserte kullkriteriet innebærer at det *kan* besluttet observasjon eller utelukkelse 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. Kullkriteriet ble i 2019 endret slik at det også fanger opp selskaper med betydelig kullrelatert virksomhet i absolutt forstand. Kriteriets relative terskel er uforandret, men ble supplert med absolutte terskler for kullutvinning og kullkraftkapasitet. Tersklene er satt til 20 mill. tonn for kullutvinning og 10 000 MW for kullkraftkapasitet. Departementet vil fremover følge opp hvordan de absolutte terskelene i kullkriteriet fungerer, og vurdere eventuelle reduksjoner i terskelverdiene i lys av dette.

Atferdskriteriene

Observasjon eller utelukkelse *kan* besluttet 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 eller de verste former for barnarbeid,
- alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner,
- alvorlig miljøskade,
- handlinger eller unnlater som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser,
- grov korrupsjon eller
- andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

¹ Se Revidert nasjonalbudsjett 2004.

arbeid med standarder er en effektiv måte å bidra til velfungerende markeder og god styring av selskaper gjennom å skape likere og mer bærekraftige vilkår på tvers av markeder. Standardsetting kan også over tid bidra til å påvirke selskapenes praksis. Det legges vekt på internasjonale standar-

der og prinsipper som har bred oppslutning, som G20/OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse, OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og FNs Global Compact. Disse standardene etablerer en ramme for Norges Banks arbeid overfor selskaper og andre

markedsaktører. I tillegg arbeider banken med standarder for spesifikke bransjer eller problemstillinger.

Norges Bank avga i 2019 uttalelser i 16 offentlige høringer om ulike forhold knyttet til ansvarlig forvaltning, blant annet standarder for bærekraftsrapportering, riktige insentiver til ledelsen og åpenhet om skatt. Videre hadde banken i løpet av året møter med regulatoriske myndigheter i flere markeder, og deltok i internasjonale fora og diskusjoner om utvikling av standarder. Banken ble videre medlem av den rådgivende investorgruppen til Sustainability Accounting Standards Board (SASB), som står bak industrispesifikke rapporteringsstandarder om bærekraft.

Norges Bank foretar egne prioriteringer innenfor rammen av internasjonalt anerkjente standarder og basert på mandatet fra Finansdepartementet og fondets særtrekk. Bankens uttrykker forventninger overfor selskaper fondet er investert i gjennom egne offentlige dokumenter og direkte kontakt med selskapene.

Forventningsdokumentene gir uttrykk for hvilke forventninger banken som finansiell investor har til selskapene fondet er investert i, og hvordan selskapene forholder seg til ulike utfordringer i sin virksomhet. Forventningene banken stiller bygger blant annet på de anerkjente internasjonale prinsippene det vises til i mandatet fra Finansdepartementet. Forventningsdokumentene retter seg først og fremst mot selskapenes styrer og kan være et utgangspunkt for dialogen banken har med selskapene. Dokumentene er også en del av et bredere sett av strategier og aktiviteter banken benytter i arbeidet med ansvarlig forvaltning.

Norges Bank har utarbeidet forventningsdokumenter på følgende syv områder: klimaendringer, vannforvaltning, menneskerettigheter, barns rettigheter, skatt og åpenhet, antikorrupsjonsarbeid og bærekraftig bruk av havet. Bankens gjennomgikk strukturen i dokumentene i 2019 og gjorde enkelte oppdateringer i dokumentene om barns rettigheter, vannforvaltning og antikorrupsjonsarbeid.

I tillegg til forventningsdokumenter, publiserer Norges Bank såkalte posisjonsnotater der bankens standpunkt i utvalgte selskapsstyrings-spørsmål blir beskrevet. Videre støtter banken forskning som kan underbygge arbeidet med ansvarlig forvaltning. Det er et mål å øke kunnskapen om hvordan god selskapsstyring og bærekraft henger sammen med finansiell risiko og avkastning. I løpet av fjoråret tok Norges Bank initiativ til og støttet ulike forskningsprosjekter, samt bidro til seminarer og konferan-

ser. Temaer som ble belyst var blant annet effektiv utøvelse av eierskap og finansielle konsekvenser av klimaendringer.

Utøve eierskap

SPU var ved utgangen av 2019 eier i over 9 000 selskaper. Eierskapet utøves ved å stemme på generalforsamlinger og gjennom dialog med selskapene. Målet med eierskapsutøvelsen er å fremme langsiktige verdier i selskapene og å bidra til god selskapsstyring og ansvarlig næringsliv.

Norges Bank har etablert retningslinjer for stemmegivning. Disse bygger på G20/OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse og danner det prinsipielle grunnlaget for stemmebeslutningene. Retningslinjene gir en overordnet veiledning om hvordan banken vil stemme. Bankens supplerer stemmeretningslinjene med kunnskap om og vurderinger av selskapene og de enkelte sakene. Bankens søker å stemme i tråd med fondets langsiktige interesser og legger vekt på langsiktig verdiskaping, ansvarlig forretningsvirksomhet, styrets ansvar, likebehandling av aksjonærer, velfungerende markeder samt åpenhet og rapportering i sin stemmegivning. Norges Bank har i 2020 publisert fem nye posisjonsnotater som tydeliggjør bankens synspunkter på bærekraftsrapportering, styrets uavhengighet, flere aksjeklasser, aksjonærenes rettigheter ved aksjetutstedelser og transaksjoner med nærstående.

Bankens stemmer på alle aksjonærmøter med mindre det er vesentlige praktiske hindringer. I 2019 stemte banken på 97,8 pst. av generalforsamlingene som ble holdt i selskapene fondet er investert i. Bankens offentliggjør stemmebeslutningene dagen etter generalforsamlingene. Norges Bank stemte i fjor på 116 777 forslag på 11 518 generalforsamlinger. Om lag halvparten av sakene gjaldt valg av styremedlemmer. I enkelte tilfeller offentliggjør banken sine stemmeintensjoner i forkant av generalforsamlingene for å formidle prinsipielle syn til markedet. Fra og med 20. mai 2020 vil Norges Bank publisere begrunnelser i alle tilfeller der banken stemmer mot selskapenes styrer.

Norges Bank har som mål å bidra til god selskapsstyring og ansvarlig forretningsvirksomhet gjennom dialog med selskaper. Dialog er et viktig virkemiddel i eierskapsutøvelsen, og gir banken bedre kunnskap om selskapene samt en mulighet til å fremme forventninger til god forretningspraksis, selskapsstyring og tilstrekkelig rapportering. Selskapsdialogen tar utgangspunkt i utvalgte temaer. I 2019 la banken blant annet vekt på bære-

kraftsrapportering, klimarisiko, styrets effektivitet, lederlønn og aksjonærrettigheter. I løpet av fjoråret ble det avholdt 3 412 møter med 1 474 selskaper. Disse selskapene representerte samlet sett om lag 71 pst. av aksjeporteføljens verdi. 167 av møtene var på styrenivå. Miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring ble tatt opp på 1 864 av møtene. I tillegg hadde Norges Bank skriftlig kontakt med 625 selskaper om disse temaene. Banken har blant annet drøftet klimaendringer med bil- og sementselskaper, plastavfall med emballasjeprodusenter, avskoging med banker, menneskerettigheter i leverandørkjeden med bil- og elektronikkelskaper, barnarbeid og avskoging med sjokoladeprodusenter samt skatt og åpenhet og korrupsjonsrisiko med selskaper innen ulike sektorer. Banken følger også opp uønskede hendelser i enkeltelskaper, for eksempel påstander om korrupsjon eller miljøskade.

Norges Bank har over tid samarbeidet med selskaper, investorer og andre interessenter i ulike initiativer for å bedre selskapsinformasjonen til markedet og fremme ansvarlig virksomhet. Dette er særlig relevant der selskaper i samme bransje eller verdikjede står overfor en felles utfordring. Banken har gjennomført årlige vurderinger av selskapsrapporteringen for de tre utvalgte bærekraftstemaene klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter. I 2018 ble vurderingene utvidet til å omfatte avskoging, anti-korrupsjon, menneskerettigheter, skatt og bærekraftig bruk av havet for et utvalg av selskapene. I 2019 ble 3 941 selskaper analysert. Disse representerte samlet sett om lag 76 pst. av aksjeporteføljens verdi. Banken sendte også brev til 134 selskaper om de nevnte temaene og oppfordret selskapene til å bedre sin rapportering. Over tid ser banken en viss forbedring i selskapsrapporteringen om disse temaene.

Norges Banks arbeid med klimarisiko i eierskapsutøvelsen fremgår av boks 6.3. Omtalen bygger på bankens redegjørelse om arbeidet med klimarisiko i brev 26. november 2019, se avsnitt 3.3.

Investere ansvarlig

Norges Bank arbeider med å utvikle forståelsen av mulige sammenhenger mellom bærekraft, risiko og avkastning, og vurderer forhold knyttet til bærekraft i risikohåndteringen og investeringsbeslutningene. Banken har etablert omfattende databaser med bærekraftsdata som dekker en rekke faktorer på land-, bransje- og selskapsnivå, og som benyttes til løpende overvåking og ana-

lyse av selskaper i porteføljen. Områder og temaer som blir vurdert, er blant annet klimagassutslipp, avskoging, korrupsjonsrisiko og sosiale forhold. Risikovurderingene kan gi opphav til dialog med selskaper. Banken har også solgt seg ut av enkelte selskaper, innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen av fondet. I 2019 solgte banken seg ned i 42 selskaper. Slike nedslag er finansielt motivert og skiller seg dermed fra utelukkelse besluttet på bakgrunn av retningslinjene for observasjon og utelukkelse.

Siden 2015 har Norges Bank analysert aksjeporteføljens karbonavtrykk, som for 2019 er beregnet til om lag 108 millioner tonn CO₂-ekvivalenter. Beregningen er basert på de rapporterte eller estimerte klimagassutslippene til selskapene i porteføljen og fondets prosentvise eierandel i det enkelte selskap. Banken følger anbefalingene for kapitalforvaltere fra arbeidsgruppen for klimarelatert finansiell rapportering (TCFD) i beregningene av aksje- og selskapsobligasjonsporteføljens karbonavtrykk. Videre arbeider banken med å utvikle flere metodiske verktøy for klimascenarioer som kan gi en bred forståelse av hvordan de ulike scenarioene kan påvirke enkeltelskaper og porteføljen som helhet.

Mandatet fra Finansdepartementet stiller krav om at Norges Bank skal etablere særskilte miljørelaterte investeringsmandater. I gjennomføringen søker banken langsiktige investeringsmuligheter i selskaper og teknologi som legger til rette for mer miljøvennlig økonomisk aktivitet. Ved utgangen av 2019 var det investert i overkant av 79 mrd. kroner gjennom de miljørelaterte mandatene. I overkant av 62 mrd. kroner var investert i aksjer i 77 selskaper, mens om lag 17 mrd. kroner var investert i grønne obligasjoner. Avkastningen på de miljørelaterte aksjeinvesteringene i 2019 var 35,8 pst. I perioden fra 2010 til og med 2019 var den gjennomsnittlige årlige avkastningen 7,3 pst. Miljømandatene er nærmere beskrevet i avsnitt 3.4.

6.2.2 Observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU

Finansdepartementet har fastsatt retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, se boks 6.2. Norges Banks hovedstyre tar beslutninger om observasjon, utelukkelse eller eierskapsutøvelse etter tilråding fra Etikkrådet. For selskaper som omfattes av kullkriteriet, kan Norges Bank utelukke eller sette selskaper til observasjon uten råd fra Etikkrådet. Etikkrådet har ansvaret for å følge opp selskaper som er satt

Boks 6.3 Arbeidet med klimarisiko i den ansvarlige forvaltningen

Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning tar utgangspunkt i bankens rolle som forvalter av et stort og globalt fond med en lang tidshorison. Banken fremmer prinsipper for velfungerende markeder og god selskapsstyring, utøverskap i selskapene fondet er investert i og søker å redusere eksponeringen mot uakseptabel risiko. Denne prioriteringen er utgangspunkt også for bankens arbeid med klimarisiko.

Forskning

Norges Bank støtter, og tar selv initiativ til, forskningsprosjekter som kan bidra til økt forståelse av hvordan hensynet til bærekraft og klimarisiko kan påvirke finansiell risiko og avkastning. I 2015 ga banken økonomisk støtte til en konferanse om eiendeler som kan få lavere verdi som følge av klimaendringer, såkalte stranded assets. Samme år ga banken Smith School of Enterprise and the Environment ved University of Oxford i oppdrag utarbeide en rapport om selskaper innen kullbasert virksomhet.

Videre støtter banken to forskningsprosjekter om de finansielle konsekvensene av klimaendringer. Det ene prosjektet, ved New York University Stern School of Business, ser på metoder for å måle og modellere miljørisiko, og hvordan man kan bruke moderne risikostyringsmetoder for å ta hensyn til klimarisiko ved sammensetningen av investeringsporteføljen. Det andre prosjektet, ved University of Oxford, arbeider med å forbedre beregninger av den langsiktige diskonteringsrenten ved investeringer i klimatiltak.

Banken bidrar også med støtte til et prosjekt ved Columbia University som ser på klimaendringer og effektive kapitalmarkeder. Målet er å bidra til at flere ledende finansforskere ser på klimaspørsmål.

Arbeid med standardsetting

Norges Bank støtter utviklingen av bedre standarder for rapportering om bærekraft og klimarisiko. Banken har de siste årene bidratt med innspill til CDP som ledd i deres utvikling av rapporteringsstandarder for miljøforhold og klimaendringer, gitt innspill til TCFD i utarbeidelsen av et overordnet rammeverk for rapportering av klimarisiko og bidratt til utvikling av standarder for rapportering av bærekraft i regi av SASB. Banken har også gitt høringsinnspill til EU-kommisjonen om bærekraftsrapportering, som blant annet omhandler kommisjonens arbeid for klimarapportering. Videre har banken støttet Transition Pathway Initiative som utvikler verktøy for analyse og måling av overgangsrisiko i ulike sektorer. Banken har også gitt sin støtte til The Corporate Reporting Dialogue som arbeider med å kartlegge og sammenstille forskjellige rapporteringsrammeverk med særlig vekt på klima. For å bidra til å utvikle standarder innen ansvarlig eiendomsforvaltning er banken medlem av en arbeidsgruppe i Storbritannia som fokuserer på klimatilpasning i eiendomssektoren.

Forventninger til selskapene

Norges Bank har publisert forventningsdokumenter om blant annet klimaendringer, vannforvaltning og bærekraftig bruk av havet. I forventningsdokumentet om klimaendringer gir banken uttrykk for at klimaendringer på sikt vil påvirke de fleste næringer og markeder. Banken forventer at selskaper vurderer klimarisiko i sin virksomhet og planlegger for relevante klimaforløp. Videre viser banken til tiltak som risikotilpasning og risikoreduksjon, herunder økt energi- og ressurseffektivitet, bruk av mindre karbonintensive råstoffer, omstilling av virksomhet og andre tiltak som kan gjøre virksomheten mer robust for klimaendringer.

Boks 6.3 forts.

Selskapers rapportering

Banken har vurdert hvordan selskaper rapporterer om klimarisiko siden 2010, og fokuserer på bestemte sektorer. De seneste årene har det ifølge Norges Bank vært en viss bedring i selskapenes rapportering om deres tilnærming til klimaendringer. Selskaper med svak eller begrenset rapportering kontaktes av banken. Blant selskapene med svak rapportering om klima- og avskogingsrisiko som banken kontaktet i 2018, så banken kun en liten forbedring i 2019. Til sammenligning hadde 36 pst. av selskapene som i 2017 ble kontaktet om tilsvarende svak rapportering, begynt å rapportere om dette i 2018.

Stemmegivning

Banken opplever at aksjonærer i økende grad tar opp spørsmål om bærekraft og miljørisiko gjennom å fremme forslag til tiltak eller endringer på selskapenes generalforsamling. Dette inkluderer rapportering om selskapenes tilnærming til klimaendringer. Norges Bank har støttet enkelte aksjonærforslag som banken mener støtter opp under fondets langsiktige finansielle interesse. Disse forslagene omhandler hvordan selskaper bør planlegge for, og rapportere om, ulike klimaforløp knyttet til sin virksomhet.

Dialog med selskaper

I 2019 hadde Norges Bank 422 selskapsmøter om klimaendringene. Dialogen var særlig rettet mot selskaper innen sektorene industri, forbruksvarer, energi, råvarer, olje og gass og finans. Noen av dialogene som ble innledet i 2018 og 2019 var med selskaper innen sementproduksjon, skipsfart, bilbransjen, kakaoproduksjon og klesindustrien. I dialogen med selskaper formidler banken forventinger om at selskaper planlegger for relevante klimaforløp og vurderer klimarisiko i sin virksomhet. Selskapenes håndtering av klimarisiko, herunder planer for reduksjon i utslipp av klimagasser og selskapenes planer for å håndtere overgangen til et lavutslippssamfunn tas opp i dialogen.

Risikobaserte nedslag

Vurderinger knyttet til bærekraft kan føre til at banken selger seg ut av selskaper som ifølge banken har særlig høy langsiktig risiko. Norges Bank har vurdert langsiktig risiko forbundet med klimagassutslipp fra selskaper i porteføljen med fokus på de sektorene som er mest utsatt. Banken har i perioden 2012–2018 gjennomført risikobaserte nedslag i 142 selskaper basert på en vurdering av klimarisiko.

til observasjon på grunnlag av rådets tilrådinger. Norges Bank har ansvar for å følge opp selskaper som banken på eget initiativ har satt til observasjon under kullkriteriet, samt selskaper der den har besluttet eierskapsutøvelse etter råd fra Etikkrådet om observasjon eller utelukkelse. Det følger av retningslinjene at både Norges Bank og Etikkrådet jevnlig skal vurdere om grunnlaget for observasjon og utelukkelse fortsatt er til stede.

Norges Bank offentliggjør hvilke selskaper som er utelukket eller satt til observasjon, samt begrunnelser i de tilfeller banken har truffet beslutning om et annet virkemiddel enn hva Etikkrådet har gitt råd om eller der banken har fattet beslutning etter kullkriteriet på eget initiativ. Etikkrådet offentliggjør sine tilrådinger når banken offentliggjør sin beslutning.

Ved utgangen av første halvår 2020 var 142 selskaper utelukket og 24 selskaper satt til observasjon. Kullkriteriet utgjorde vel halvparten av disse, med 73 utelukkede selskaper og 17 selskaper til observasjon.

I 2019 ble til sammen fem selskaper utelukket. To av disse ble utelukket etter kullkriteriet. Ett selskap ble utelukket for alvorlig miljøskade og to selskaper ble utelukket under menneskerettighetskriteriet. Observasjonen av ett selskap under korrupsjonskriteriet ble avsluttet. Utelukkelsen av syv selskaper ble opphevet på bakgrunn av råd fra Etikkrådet. To av disse hadde vært utelukket under miljøkriteriet, to under menneskerettighetskriteriet, ett under våpenkriteriet, ett under tobakskriteriet og ett under kriteriet for andre grove brudd.

I mai 2020 offentliggjorde Norges Bank hovedstyrets beslutning om utelukkelse av syv selskaper, hvorav fire under kriteriet for uakseptable utslipp av klimagasser, to under kriteriet for alvorlig miljøskade og ett under menneskerettighetskriteriet. Utelukkelse av ett selskap under våpenkriteriet ble opphevet. Samtidig offentliggjorde banken beslutningen om utelukkelse av fem selskaper under kullkriteriet, mens fire selskaper settes under observasjon etter vurderinger opp mot samme kriterium. For flere av disse utelukkelsene gjorde markedsituasjonen, herunder likviditeten i enkeltaksjer, at det tok lang tid å selge aksjene på en forsvarlig måte. For enkelte selskaper gikk det derfor en lengre tidsperiode enn normalt mellom beslutningstidspunkt og offentliggjøring. Norges Banks hovedstyre besluttet videre opphevelse av utelukkelse for to selskaper som har vært utelukket under henholdsvis kjernevåpenkriteriet og menneskerettighetskriteriet.

Norges Bank kan vurdere om andre virkemidler, herunder eierskapsutøvelse, er bedre egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessig. Banken skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte. En slik helhetlig vurdering kan i noen tilfeller innebære at banken beslutter å benytte et annet virkemiddel enn det Etikkrådet har gitt råd om. Det overordnede målet er å finne det mest egnede virkemiddelet i hver enkelt sak. I 2017 besluttet Norges Bank å utøve eierskap for to selskaper som Etikkrådet hadde anbefalt å sette til observasjon på bakgrunn av risiko for grov korrupsjon. Norges Bank besluttet i 2019 å avslutte eierskapsaktiviteten for disse to selskapene.

Etikkrådets arbeid på bakgrunn av produktkriteriene

Etikkrådet benytter et konsulentfirma som løpende overvåker selskapene i fondets portefølje for produksjon som potensielt faller under produktkriteriene. Etikkrådet mottar en rapport om dette hvert kvartal. Ved mistanke om produksjon i strid med fondets retningslinjer, kontakter Etikkrådet de aktuelle selskapene. Dersom selskapene bekrefter rådets opplysninger, gis det råd til Norges Bank om å utelukke disse. Selskaper som ikke besvarer henvendelsen, anbefales utelukket dersom Etikkrådets dokumentasjon viser at selskapene med høy grad av sannsynlighet har produkter som omfattes av utelukkelsekriteriene. 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 Etikkrådets overvåking.

I 2010 ble det innført en adgang til å kunne utelukke enkelte statsobligasjoner. Dette gjelder rentebærende instrumenter utstedt av stater som er gjenstand for omfattende FN-sanksjoner eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang som Norge har sluttet seg til. For tiden er rentebærende instrumenter utstedt av Nord-Korea og Syria omfattet. SPU kan heller ikke investeres i selskaper som selger våpen eller militært materiell til myndighetene i disse statene. Etikkrådet har så langt ikke identifisert noen selskaper i fondets portefølje som gjør dette.

Ved utgangen av 2019 var i alt 34 selskaper utelukket på grunnlag av produktbaserte kriterier utenom kullkriteriet. Av disse er 17 selskaper utelukket som følge av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, mens 17 selskaper er utelukket fordi de produserer tobakk.

Etikkrådets arbeid på bakgrunn av de atferdsbaserte kriteriene

For atferdskriteriene undersøker Etikkrådet selskaper og områder der risikoen for atferd som faller inn under retningslinjene anses størst. Mens gjennomgangen av områder med særskilt høy risiko ofte følger en langsiktig plan, tas enkelt saker blant annet opp på bakgrunn av nyhetsoppslag og henvendelser. Et konsulentfirma søker daglig i et stort antall nyhetskilder på flere språk etter oppslag om selskapene i fondet. Etikkrådet får rapporter fra konsulenten annenhver måned. I tillegg følger rådet med på en rekke informasjonskilder om for eksempel korrupsjon eller krenkelsers av menneskerettighetene. Etikkrådet mottar også henvendelser fra enkeltpersoner og organisasjoner om selskaper eller problemstillinger de mener rådet bør undersøke.

I utvelgelsen av saker for nærmere undersøkelse legger Etikkrådet vekt på normbruddets grovhet og omfang, konsekvensene av normbruddet, om selskapet forårsaket eller medvirket til normbruddet, og selskapets tiltak for å forebygge eller bøte på skader og risiko for tilsvarende hendelser i fremtiden. Hensikten med sistnevnte er å identifisere selskaper i fondet der det er en uakseptabel risiko for at normbruddene pågår eller vil inntreffe også fremover.

Etikkrådet innhenter informasjon fra blant annet forskningsmiljøer og internasjonale, regionale og nasjonale organisasjoner og setter i

mange tilfeller ut konsulentoppdrag for å undersøke indikasjoner på normbrudd som faller inn under retningslinjene. Selskapene som undersøkes er også viktige informasjonskilder. Det er ofte tett dialog, både muntlig og skriftlig, med selskapene i løpet av prosessen. Etikkrådet kontakter selskaper på et tidlig stadium i utredningen og ber om at de besvarer spørsmål eller sender rådet informasjon. Hvis selskaper ikke bidrar med informasjon, anses dette som en risikofaktor.

Etikkrådet har i 2019 videreført det systematiske arbeidet med sektorer der risikoen for menneskerettighetsbrudd anses særlig stor. Rådet undersøker fortsatt brudd på arbeidstakerrettigheter i tekstilindustrien i Sørøst-Asia, et arbeid Etikkrådet startet i 2015. Så langt er to selskaper utelukket og tre selskaper satt til observasjon som følge av dette arbeidet. Utelukkelse av ett selskap ble opphevet i første halvår 2020.

Videre ble ett selskap som benytter migrantarbeidere i sin virksomhet i Gulf-statene utelukket i 2019 som følge av Etikkrådets arbeid med forhold som grenser til tvangsarbeid.

Utbygging av store infrastrukturprosjekter kan medføre tvangsflytting og brudd på urfolks rettigheter. I første halvår 2020 ble ett selskap utelukket som følge av slike normbrudd.

Arbeidet med selskaper som avhender utrangerte skip til opphugging, såkalt *beaching*, i Bangladesh og Pakistan er videreført i 2019. Så langt er fire selskaper utelukket og ett selskap satt til observasjon på grunnlag av uakseptabel risiko for medvirkning til både menneskerettighetsbrudd og alvorlig miljøskade som følge av denne virksomheten. I 2019 har Etikkrådet utvidet dette arbeidet til selskaper som avhender skip til opphugging i India.

Under miljøkriteriet har rådet videreført arbeidet med satsingsområdene som har ligget fast siden 2010. Eksempler her er trusler mot verneområder og forurensing i forbindelse med gruve- og industrivirksomhet. Etikkrådet vurderte i 2019 flere vannkraftprosjekter og gruveselskaper, og to selskaper ble utelukket i første halvår av 2020 som følge av dette arbeidet.

I fondsmeldingen våren 2019 utdypet departementet forhold som skulle tillegges vekt under klimakriteriet. På grunnlag av oppdaterte tilrådinge fra Etikkrådet ble fire selskaper utelukket etter klimakriteriet i første halvår 2020. Etikkrådet trakk også en tidligere avgitt tilråding ettersom Norges Bank hadde utelukket selskapet etter kullkriteriet.

De siste årene har myndighetene i flere land avdekket omfattende korrupsjon. Rådet har i 2019

konsentrert arbeidet om selskaper som fanges opp gjennom porteføljeovervåkingen, samt selskaper på observasjonslisten. Observasjonen av ett selskap ble avsluttet i 2019 som følge av dette arbeidet.

Ved utgangen av første halvår 2020 var 35 selskaper utelukket etter atferdskriteriene. 16 selskaper var utelukket etter miljøkriteriet, fem var utelukket etter menneskerettighetskriteriet, fem var utelukket på grunnlag av både miljø- og menneskerettighetskriteriet, fire på grunnlag av uakseptable klimagassutslipp, ett på grunnlag av andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer, to på grunnlag av alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner mens to selskaper var utelukket på grunnlag av risiko for grov korrupsjon.

Syv selskaper sto ved årsskiftet til observasjon under disse kriteriene, to under korrupsjonskriteriet, tre under menneskerettighetskriteriet, ett under miljøkriteriet og ett under både miljø- og menneskerettighetskriteriet.

Opphevelse av utelukkelse

Etikkrådet vurderer årlig om grunnlaget for utelukkelse eller observasjon fortsatt er til stede. Dersom ny informasjon tilsier at grunnlaget har falt bort, avgir Etikkrådet tilråding om å oppheve den tidligere beslutningen. I 2019 har utelukkelsen av syv selskaper blitt opphevet. I første halvår 2020 ble utelukkelsen av ett selskap opphevet.

Etikkrådets årsrapport gir nærmere informasjon om arbeidet i 2019.

6.2.3 Folketrygdfondets arbeid med ansvarlig forvaltning

Folketrygdfondet skal i henhold til mandatet for forvaltningen av SPN fastsette prinsipper for ansvarlig forvaltning der en legger vekt på fondets investeringsstrategi og lange tidshorisonter. I mandatet fra Finansdepartementet er det vist til internasjonale og norske standarder som G20/OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse, OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, FNs Global Compact og Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (NUES).

Folketrygdfondets styre har fastsatt prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet som tydeliggjør hvordan rollen som eier og kreditor utøves og hvordan fondet integrerer hensyn til miljø og samfunnsmessige forhold i forvaltningen av SPN.

Folketrygdfondet stiller krav til selskapene fondet er investert i om håndtering av miljø, sam-

funnsforhold og selskapsstyring. Som finansiell investor legger Folketrygdfondet vekt på selskapenes strategi, kapitalstruktur og finansielle mål, bekjempelse av korrupsjon, godtgjørelse til styret og til ledende ansatte, klima og miljø, menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter. For å legge til rette for en effektiv dialog med selskapene, har Folketrygdfondet utarbeidet egne veiledere om disse temaene.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet

Folketrygdfondet har en integrert tilnærming til ansvarlig forvaltning. Aktiv eierskaps- og kredittutøvelse er en viktig forutsetning for å sikre langsiktig verdiskaping. Folketrygdfondet følger opp spørsmål om miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring som er vesentlige for selskapene i fondets portefølje, og som har betydning for selskapenes evne til å skape langsiktige aksjonærverdier. I SPNs obligasjonsportefølje søkes det systematisk å integrere analyser av miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring i kredittvurderingene. Folketrygdfondet mener at en obligasjonsutsteders håndtering av disse forholdene kan påvirke selskapers kredittrisiko. Folketrygdfondet følger opp selskapenes arbeid med strategi, kapitalstruktur og finansielle mål, klima og miljø, korrupsjonsbekjempelse, samt menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter. Det benyttes ulike virkemidler i dette arbeidet, som dialog med selskapene, deltakelse på generalforsamlinger og i styrende organer, samt utvikling av god praksis.

Dialog

Det mest brukte virkemiddelet er møter med selskapenes styreleder og ledelse. I dialogen kan Folketrygdfondet be selskapene om oppdatering, tilbakemelding, avklaring eller tiltak i en konkret sak eller innenfor et bestemt tema. I tillegg har selskapene problemstillinger det forventes at Folketrygdfondet forholder seg til. Folketrygdfondet har regelmessig møter og kontakt med ledelsen i selskaper i de nordiske aksjemarkedene, og med styreleder i saker som hører inn under styrets ansvar. I årsrapporten for 2019 opplyser Folketrygdfondet at de i løpet av året har hatt 231 dialogmøter med 112 selskaper i aksjeporteføljen. Møtene var fordelt med 153 møter med 52 selskaper notert i Norge og 78 møter med 60 selskaper notert i Danmark, Sverige og Finland.

Implementeringen av TCFD-anbefalingene var et særskilt tema for Folketrygdfondets arbeid

med ansvarlig forvaltning i 2019. Folketrygdfondet har blant annet, som en del av samarbeidet med andre norske investorer om felles eierskapsutøvelse overfor selskaper i bransjer som TCFD identifiserer som særlig utsatt for risiko og muligheter relatert til klima, videreført dialogen med selskaper innenfor transport-, bygg- og anleggs- og eiendomssektoren.

I 2019 stemte Folketrygdfondet på åtte formelle obligasjonseiermøter. Folketrygdfondet er også i dialog med utstedere i obligasjonsmarkedet utenom de formelle obligasjonseiermøtene. Slike møter gjennomføres som en del av arbeidet med å følge opp eksisterende investeringer og for å vurdere nye investeringsmuligheter. I 2019 hadde Folketrygdfondet 141 møter med totalt 108 utstedere.

Generalforsamlinger og styrende organer

Deltakelse i og innspill til generalforsamlinger, bedriftsforsamlinger og valgkomiteer er andre viktige virkemidler som Folketrygdfondet benytter i sitt eierskapsarbeid. En sentral del av eierskapsutøvelsen er å stemme ved generalforsamlingene til alle selskapene der Folketrygdfondet er aksjonær. I 2019 ble det stemt ved 53 ordinære og 17 ekstraordinære generalforsamlinger i selskaper notert på Oslo Børs, samt 90 generalforsamlinger i selskaper notert på børsene i Danmark, Finland og Sverige. I utgangspunktet legger Folketrygdfondet stor vekt på styrenes vurderinger når konkrete saker skal behandles på generalforsamlinger. I enkelte tilfeller kan det være motsetninger mellom de fremsatte forslagene og aksjonærenes interesser eller anerkjente prinsipper for god selskapsstyring. Folketrygdfondet vil da normalt be om en begrunnelse for styrets synspunkt i forkant av generalforsamlingen. I de tilfeller der det stemmes mot styrets forslag, vil Folketrygdfondet normalt publisere en stemmeforklaring på sine nettsider.

Folketrygdfondet legger vekt på at selskaper har styrer med god kompetanse og riktig sammensetning. Fondet deltar ikke selv i selskapenes styrer, men forventer at selskapene i porteføljen har en valgkomité. Folketrygdfondet gir innspill til aktuelle valgkomiteer og var i 2019 selv medlem av elleve valgkomiteer og representert i tre bedriftsforsamlinger.

Utvikling av god praksis

Folketrygdfondet deltar i ulike initiativer for å utvikle god praksis og standarder for forret-

ningsvirksomhet, herunder Norsk institutt for styremedlemmer, Norske Finansanalytikerens Forening, Eierforum, Norsk restruktureringsforum og Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (NORSIF).

Folketrygdfondets årsrapport gir nærmere informasjon om arbeidet med ansvarlig forvaltning i 2019.

6.3 Utvalg har gjennomgått de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond utland

Regjeringen oppnevnte i april 2019 et utvalg som fikk i oppdrag å vurdere de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond utland (SPU). Utvalget leverte 15. juni 2020 sin utredning NOU 2020: 7 *Verdier og ansvar – det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland*.

Etisk motiverte retningslinjer for utelukkelse av selskaper fra SPU ble innført i 2004. Disse bygget på Graverutvalgets utredning, NOU 2003: 22 *Forvaltning for fremtiden*. Etter at retningslinjene ble innført for over 16 år siden, har fondet vokst betydelig og er nå investert i langt flere regioner, land og selskaper, herunder i fremvoksende markeder. Samtidig har kunnskapen om og forventningene til ansvarlig næringsliv og etiske hensyn i investeringsvirksomhet økt. Det har også vært en utvikling i økonomiske og politiske forhold.

I utvalgets mandat ble det lagt til grunn at det skal tas utgangspunkt i de grunnleggende formålene og prinsippene som gjeldende retningslinjer for etisk og ansvarlig forvaltning av SPU er basert på. Det overordnede formålet med forvaltningen av fondet er å oppnå høyest mulig avkastning med akseptabel risiko. Innenfor denne målsettingen skal fondet forvaltes ansvarlig. Graverutvalget viste i 2003 til at staten gjennom sitt eierskap i fondet må ivareta to grunnleggende etiske forpliktelser. Den ene er å sikre at kommende generasjoner

får ta del i petroleumsformuen. Det innebærer at fondet har et finansielt formål. Den andre er å respektere grunnleggende rettigheter ved ikke å investere i selskaper der det er en uakseptabel risiko for medvirkning til grovt uetiske forhold.

Utvalget fikk i mandat å vurdere kriteriene i retningslinjene, bruken av virkemidler og sammenhengen mellom dem. Etiske hensyn knyttet til enkeltland, herunder land med lokalt regelverk som bryter med anerkjente internasjonale konvensjoner og standarder samt problemstillinger knyttet til land med generelt begrenset informasjonstilgang, skulle også vurderes.

Utvalget mener dagens etiske rammeverk for fondet i hovedsak har fungert godt. Det foreslås samtidig enkelte justeringer i lys av normutviklingen og nye problemstillinger. Blant annet foreslås det endringer i kriteriene om våpen og korrupsjon, og et nytt kriterium om våpensalg. Videre foreslår utvalget å tydeliggjøre kravene til samordning mellom Norges Bank og Etikkrådet, samt å ta inn FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) i mandatet for forvaltningen av SPU. For selskaper i land med avvikende normer, foreslås det å tilpasse virkemiddelbruken noe, særlig knyttet til lokale selskaper med begrenset handlingsrom. Utvalget understreker at selskaper skal vurderes etter samme etiske standard og med samme grundighet som i dag. En oppsummering av utvalgets forslag, slik de fremkommer i utredningen, er gjengitt i boks 6.4.¹

Utredningen ble sendt på høring 24. juni, med frist 20. oktober 2020. Høringsinnspillene vil, sammen med utvalgets utredning, gi Finansdepartementet et godt og bredt grunnlag for å vurdere retningslinjene. Departementet tar sikte på å legge frem sine vurderinger av retningslinjene i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2021.

¹ NOU 2020: 7 *Verdier og ansvar – Det etiske rammeverket i Statens pensjonsfond utland*, s. 7–8.

Boks 6.4 Oppsummering av utvalgets forslag

Dagens rammeverk bygger på de etiske retningslinjene for fondet som ble innført i 2004. Utvalget mener dette har fungert godt. *I lys av normutviklingen og nye problemstillinger som er kommet til de siste 15 årene, foreslår utvalget likevel å endre retningslinjene for observasjon og utelukkelse og Norges Banks mandat for ansvarlig forvaltning på noen punkter.* Utvalget baserer forslagene på at SPU fortsatt skal være en ansvarlig, finansiell investor spredt til store deler av verden, og med mål om høyest mulig avkastning innenfor en akseptabel risiko. Å forvalte fondet med sikte på varig verdiskaping for nålevende og framtidige generasjoner er i seg selv en etisk forpliktelse. Samtidig skal fondet unngå å være investert i virksomheter som medvirker til grove brudd på etiske normer. Retningslinjer og mandat for den ansvarlige forvaltningen bør fortsatt forankres i internasjonale konvensjoner og *internasjonalt anerkjente retningslinjer*, der slike foreligger.

Formålet med retningslinjene for observasjon og utelukkelse er å unngå å være investert i selskaper som forårsaker eller medvirker til grove etiske normbrudd. Utvalget mener dette bør framgå i en egen formålsbestemmelse. Både produksjon av visse type produkter og selskapers atferd kan gi grunn til utelukkelse eller observasjon. I tillegg er eierskapsutøvelse viktig. Virkemidlene skal ses i sammenheng, og terskelen for utelukkelse skal være høy.

Produktkriteriene innebærer at produsenter av visse typer våpen, tobakk og kull skal utelukkes fra fondet. *Våpenkriteriet* foreslås presisert på enkelte punkter, i tillegg til at listen med aktuelle våpentyper, som i dag omtales i årlige stortingsmeldinger, bør tas inn i retningslinjene. *Dødelige autonome våpen* foreslås lagt til listen. Med autonome våpen er beslutningen om maktbruk ikke underlagt direkte menneskelig kontroll. Det gjør ansvarsforholdene uklare og er etter utvalgets mening prinsipielt problematisk. For *kjernevåpen* foreslår utvalget at visse typer ubåter og andre leveringsplattformer som bare kan benyttes for kjernevåpen, blir omfattet av kriteriet. I dag blir ikke produsenter av slike plattformer utelukket.

Atferdskriteriene i retningslinjene omfatter menneskerettigheter, krig og konflikt, korrupsjon, miljø og klima. Kriteriene er formulert slik at de kan anvendes på nye problemstillinger på de aktuelle områdene. Utvalget understreker i denne sammenhengen at det må vises aktsomhet blant annet om urfolks rettigheter og menneskerettighetsbrudd som er knyttet til bruk av overvåkingsteknologi. Eksempelene i *menneskerettighetskriteriet* foreslås strøket for å tydeliggjøre at alle typer grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene skal omfattes. *Korrupsjonskriteriet* foreslås utvidet til også å omfatte annen grov økonomisk kriminalitet.

Utvalget foreslår *et nytt kriterium for å utelukke selskaper som selger militært materiell til stater som bruker dette til alvorlige og systematiske brudd på humanitærretten*. Etikkrådet skal identifisere selskaper som vil kunne omfattes, basert på et bredt og autoritativt tilfang av informasjon. Det eksisterende *statsobligasjonsunntaket* har hatt liten reell betydning for fondet. Utvalget går likevel ikke inn for at bestemmelsen fjernes. Fondet er bredt investert, og det er vanskelig å overskue utviklingen flere år fram i tid.

Norges Banks ansvarlige forvaltning støtter opp om retningslinjene for observasjon og utelukkelse. FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UNGP) foreslås lagt til i Norges Banks mandat for å tydeliggjøre normgrunnlaget for bankens ansvarlige forvaltning på menneskerettighetsområdet.

Den ansvarlige forvaltningen omfatter blant annet publisering av forventningsdokumenter, eierskapsdialoger, stemmegiving på generalforsamlinger, støtte til forskning og nedslag, og gir opphav til vekselvirkninger mellom virkemidlene som en ikke i samme grad hadde tidligere. God samordning mellom Norges Bank og Etikkrådet gir grunnlag for å kunne se virkemidlene i sammenheng og til å bruke det virkemiddelet som er best egnet i hvert enkelt tilfelle. Utvalget foreslår å tydeliggjøre kravene til *samordning* mellom Etikkrådet og Norges Bank.

Boks 6.4 forts.

Åpenhet er et grunnleggende premiss for til-liten til forvaltningen av SPU. Offentliggjøringen av Etikkrådets grundige tilrådinger bidrar til en åpenhet som er enestående internasjonalt, og må videreføres. Norges Banks rapportering om den ansvarlige forvaltningen har utviklet seg mye de senere årene. Utvalget foreslår at publikasjonen «Ansvarlig forvaltning» eller en tilsvarende rapportering inntas som krav i bankens forvaltningsmandat. Det vil gi den en klarere forankring i Norges Banks hovedstyre.

Hensynet til *klima* er relevant for flere sider av forvaltningen av SPU. Klimarisiko er en viktig finansiell risikofaktor som må håndteres i forvaltningen. Videre er klima en viktig del av Norges Banks ansvarlige forvaltning og eierskapsarbeid. I retningslinjene for observasjon og utelukkelse er det både et eget produkt-kriterium for kull og et atferdsbasert klimakriterium. Klimakriteriet er nokså nytt, og utvalget forsøker å klargjøre forståelsen av hvordan kriteriet skal anvendes. Vekselvirkningene mellom virkemidlene er særlig tydelige på klima-området og viser hvor viktig det er med en helhetlig tilnærming.

Alle selskaper skal vurderes etter samme etiske standard. Det gjelder også for selskaper i framvoksende markeder. Generelle avgrensninger mot framvoksende markeder eller enkelt-

land vil vanskelig kunne forankres i et etisk rammeverk for fondet. Det finnes heller ikke indekser som er egnet for en filtrering eller regelbasert avgrensning av investeringene mot land eller bransjer. Til det er usikkerheten for stor og treffsikkerheten liten. *I land med avvikende normer* er utfordringen særlig knyttet til lokale selskaper og selskaper som staten på ulike måter kontrollerer. Slike selskaper har gjerne et begrenset handlingsrom, og informasjon kan være vanskelig tilgjengelig. Derfor kan det være behov for å tilpasse virkemiddelbruken overfor slike selskaper der vurderingene i større grad knyttes opp til selskapenes handlingsrom og vilje til å avbøte virkningene av de forholdene de opererer under.

Tilgjengelig informasjon om selskaper varierer. I situasjoner der risikoen vurderes som tilstrekkelig høy for grove normbrudd, kan *manglende informasjon* om selskapet, og særlig dersom selskapet viser manglende vilje til å opplyse saken, i seg selv bidra til at risikoen for medvirkning til uetisk atferd anses uakseptabelt høy. En slik risikobasert tilnærming bør likevel avgrenses til særskilte situasjoner. Etikkrådet skal ikke kunne anbefale generell utelukkelse av en viss type selskaper, en sektor eller liknende. Utvalget fastholder at Etikkrådet fortsatt skal vurdere selskaper individuelt.

Del II
Temaartikler

7 Evaluering av dagens regionfordeling i Statens pensjonsfond utland

7.1 Bakgrunn

Finansdepartementet har foretatt flere valg i sammensetningen av referanseindeksen for SPU som har betydning for realisert avkastning og risiko. Det vises i den forbindelse til ny sentralbanklov hvor det er tatt inn en bestemmelse om at «Departementet skal regelmessig evaluere forvaltningen av Statens pensjonsfond utland og Statens pensjonsfond Norge og rapportere om dette til Stortinget.», jf. Prop. 97 L (2018–2019) *Lov om Norges Bank og pengevesenet mv.* Departementet søker i denne temaartikkelen å belyse konsekvensene av de valg som er tatt ved sammensetningen av dagens regionfordeling i referanseindeksen for aksjer i SPU.

Konsekvensene kan måles på flere måter. Ang, Brandt og Denison (2014)¹ anbefalte departementet å benytte en bred markedsvektet indeks fra en uavhengig indeksleverandør som utgangspunkt. Det underliggende indeksproduktet for SPUs referanseindeks for aksjer, FTSE Global All Cap, er en slik indeks, og er her brukt som sammenligningsgrunnlag for den valgte regionfordelingen.²

Regionsammensetningen i SPUs aksjeindeks har endret seg over tid. Da aksjer ble inkludert i referanseindeksen i 1998, hadde indeksen faste regionvekter fordelt med 50 pst. i Europa, 30 pst. i Amerika og 20 pst. i Asia og Oseania. Andelen i Europa var da om lag 20 prosentenheter høyere enn det som fulgte av FTSE Global All Cap. Bakgrunnen var ønsket om å begrense valutaavvik mellom fondets portefølje og forventet fremtidig import. Regionfordelingen lå lenge fast. I 2003 ble fordelingen mellom Amerika og Asia og Oseania endret til markedsvekter. Dette medførte at i overkant av 10 prosentenheter av referanseindeksen for aksjer ble flyttet fra Asia og Oseania til Ame-

rika. I 2005 valgte departementet å gå tilbake til faste vekter mellom Amerika og Asia og Oseania som følge av endringer i referanseindeksen for obligasjoner. Andelen i Europa forble uendret på 50 pst., mens vekten til Amerika ble satt til 35 pst. og vekten til Asia og Oseania ble satt til 15 pst. av referanseindeksen for aksjer.

Etter en gjennomgang av nyere forskning konkluderte departementet i 2011 med at valutarisikoen var lavere enn tidligere antatt. I tråd med råd fra Norges Bank og Strategirådet, pekte departementet på at det derfor ikke lenger var grunnlag for en så sterk konsentrasjon av aksjeinvesteringene i Europa. Etter en større gjennomgang i 2012, hvor det også ble innhentet eksterne analyser fra MSCI og professor Campell Harvey ved Duke University, vurderte departementet at en global friflytjustert markedsvektet indeks slik som FTSE Global All Cap, var et naturlig utgangspunkt for sammensetningen av fondets referanseindeks for aksjer. Det ble samtidig fremhevet at en fullstendig overgang til en slik indeks med daværende aksjekurser ville innebære om lag en halvering av andelen investert i Europa (fra 50 pst. til 26 pst.), noe som fremsto som en betydelig endring. Det ble også pekt på at en friflytjustert markedsindeks ville gi høy konsentrasjon i Nord-Amerika (om lag 50 pst.). Departementet besluttet å erstatte de faste regionvektene med vektene fra FTSE Global All Cap, justert med et sett regionfaktorer (justeringsfaktorer). Utviklede markeder i Europa ble tilordnet en faktor på 2,5, utviklede markeder i Nord-Amerika en faktor på 1 og fremvoksende markeder og øvrige utviklede markeder en faktor på 1,5. Endringen i regionfordelingen reduserte andelen i Europa med 10 prosentenheter, men innebar fortsatt en høyere eksponering mot utviklede europeiske aksjemarkeder enn det som følger av FTSE Global All Cap.

Ulik regionsammensetning i FTSE Global All Cap og fondets referanseindeks fører til forskjeller i avkastning og risiko. Norges Bank viste i en rapport fra 2016 om avkastning og risiko i SPU til at fondets referanseindeks for aksjer hadde om

¹ Andrew Ang, Michael W. Brandt, David F. Denison (2014): «Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global»

² I beregningene er Norge og Saudi-Arabia utelatt fra FTSE Global All Cap. Indeksen er også justert for etiske utelukkelser.

lag samme akkumulerte avkastning som FTSE Global All Cap fra 1998 og frem til den større endringen av regionfordelingen i 2012. Det var likevel klare avkastningsforskjeller mellom de ulike regionene i løpet av perioden.

7.2 Virkning av omleggingen av regionfordelingen i 2012

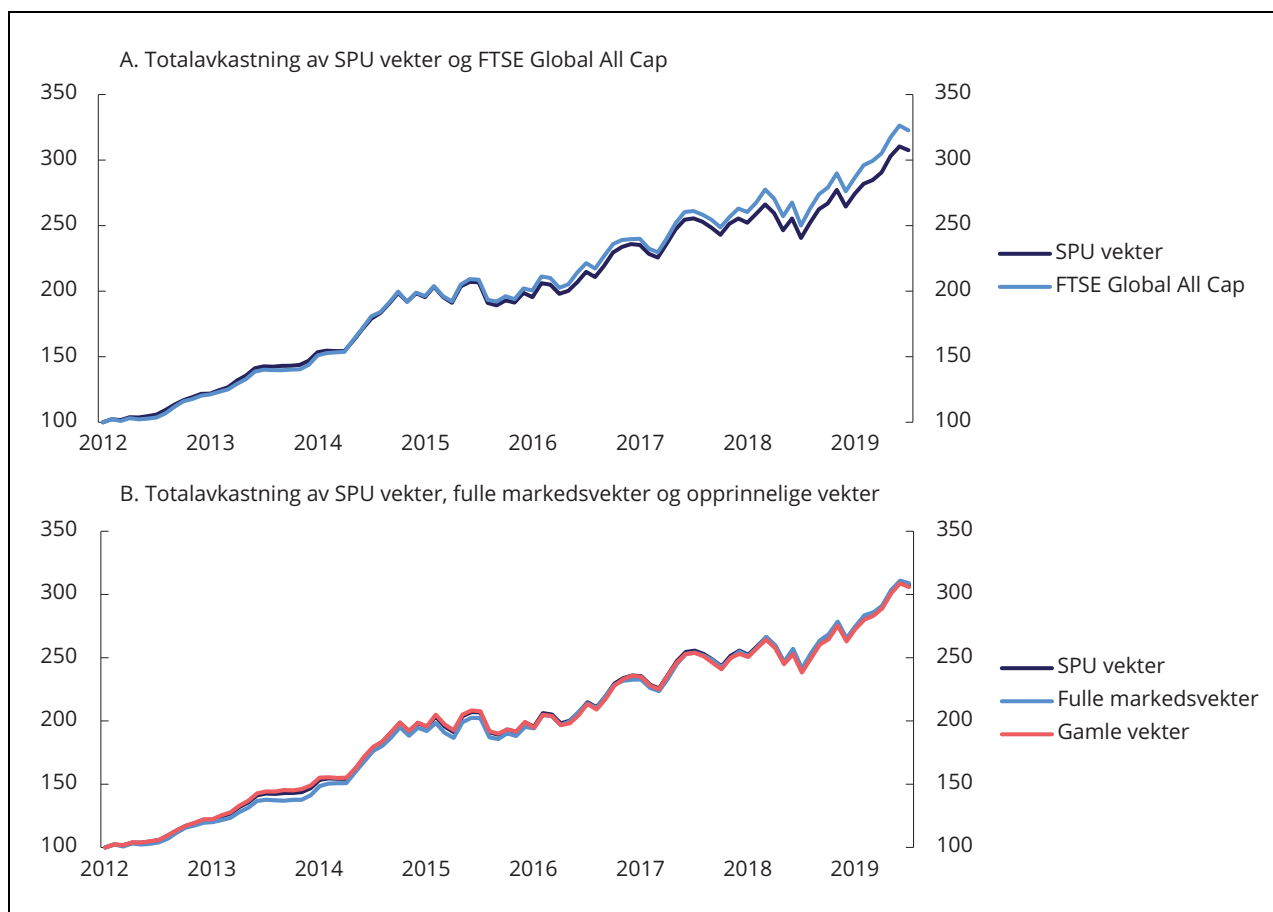
I perioden fra referanseindeksen for aksjer ble endret i juni 2012 og frem til utgangen av 2019 hadde referanseindeksen for aksjer i SPU en noe svakere utvikling enn FTSE Global All Cap, se figur 7.1A. Annualisert differanseavkastning mellom de to indeksene er 0,7 prosentenheter i perioden.

Dersom de faste regionvektene fra før 2012 hadde blitt videreført ville avkastningsforskjellen vært enda større, se figur 7.1B. En indeks med regionsammensetningen som ble fastsatt i 2012

har gitt en annualisert meravkastning på om lag 0,2 prosentenheter, sammenlignet med en indeks basert på regionfordelingen fra før 2012.

Et alternativ til regionfordelingen som ble innført i 2012 er regionvekter basert på fulle markedsvekter. Fulle markedsvekter har ikke vært gjensvar for de samme justeringene som FTSE Global All Cap. FTSE Russell justerer sammensetningen av indeksen slik at store investorer lettere kan kjøpe og selge aksjene. Det justeres blant annet for likviditet, grenser for utenlandsk eierskap og friflyt. Justeringen som har størst betydning for sammensetningen av indeksen er friflytjusteringene. Friflytjustert markedsverdi representerer verdien av aksjene til et børsnotert selskap som er tilgjengelige for aktiv omsetning i markedet. Alternativet med fulle markedsvekter ville gitt en annualisert meravkastning på om lag 0,2 prosentenheter i perioden, sammenlignet med dagens referanseindeks.

Dagens referanseindeks har hatt klart forskjellig regionfordeling sammenlignet med den friflyt-



Figur 7.1 Akkumulert avkastning av dagens referanseindeks for aksjer i SPU, SPU's regionfordeling før 2012, fulle markedsvekter og friflytjusterte markedsvekter (FTSE Global All Cap), målt i kroner i perioden juni 2012 til utgangen av 2019. Juni 2012 = 100

Kilder: Finansdepartementet og FTSE Russell.

Tabell 7.1 Gjennomsnittlig vekter for perioden juni 2012 til utgangen av 2019 for de fire regionene slik de defineres i dagens referanseindeks for aksjer. Prosent

	Fremvoksende markeder	Europa	Nord-Amerika	Øvrige utviklede markeder
Dagens referanseindeks	10	38	38	14
Fulle markedsvekter	16	21	46	16
Friflytjusterte markedsvekter	10	21	55	15
Regionfordeling før 2012	7	49	33	10

Kilder: Finansdepartementet og FTSE Russell.

justerte indeksen FTSE Global All Cap i perioden. Av tabell 7.1 ser en at dagens referanseindeks har hatt en betydelig høyere andel i Europa og tilsvarende lavere andel i Nord-Amerika. Fra tabellen ser en også at referanseindeksen og den friflytjusterte indeksen har hatt klart lavere vekt til fremvoksende markeder enn det fulle markedsvekter tilsier. Denne forskjellen skyldes at friflytjusteringene har størst innvirkning på verdien av fremvoksende markeder.

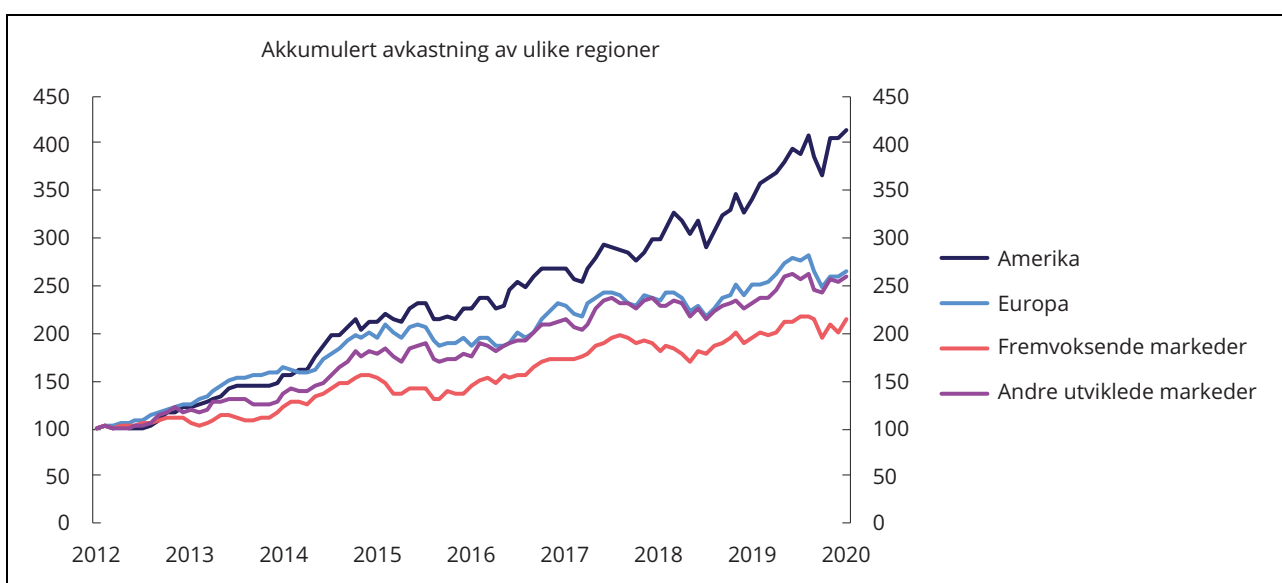
7.3 Regional avkastning

Forskjellene i avkastning mellom dagens referanseindeks for SPU og markedsindeksen FTSE Global All Cap skyldes at regionene har utviklet seg

ulikt. Nord-Amerika har i perioden fra juni 2012 og frem til utgangen av 2019 gitt høyere avkastning enn de øvrige regionene. Fremvoksende markeder har hatt den svakeste avkastningen i denne perioden, se figur 7.2. Regionfordelinger med høyere allokering til utviklede markeder i Nord-Amerika, slik som FTSE Global All Cap, har derfor gitt bedre avkastning i denne perioden.

Resultater av slike sammenligninger vil være påvirket av valg av analyseperiode. I perioden 2003–2008 var avkastningen i både fremvoksende markeder og Europa høyere enn i utviklede markeder i Nord-Amerika, mens Nord-Amerika har hatt høyest avkastning i perioden etter finanskrisen.

MSCI har i en rapport³ utarbeidet for Finansdepartementet analysert den regionale aksjeavkastningen over de siste 25 år. Analysene viser at



Figur 7.2 Akkumulert avkastning av ulike regioner i FTSE Global All Cap i perioden fra juni 2012 til juni 2019. Kroner

Kilder: Finansdepartementet og FTSE Russell.

Tabell 7.2 Avkastning av FAANG i MSCI USA og BAT i MSCI China. 28.02.2014 – 28.02.2019. Prosent

	USA	USA ex FAANG	Kina	Kina ex BAT
Totalavkastning	10,54	9,56	8,76	6,00

Kilde: MSCI.

fremvoksende markeder har gitt høyest avkastning, men at forholdet mellom avkastning og risiko for nordamerikanske aksjer har vært bedre enn for øvrige regioner. Lav avkastning av japanske aksjer har bidratt til at Asia og Oseania har hatt den svakeste utviklingen blant regionene i denne perioden.

I rapporten viser MSCI til at de såkalte FAANG selskapene i USA (Facebook, Apple,

Amazon, Netflix og Google) og BAT selskapene i Kina (Baidu, Alibaba og Tencent) har bidratt betydelig til avkastningen i de globale aksjemarkedene de siste fem årene, se tabell 7.2. MSCI peker også på at markedsverdien til disse selskapsgruppene og tilsvarende andel av indeksene har økt betydelig i perioden. I tillegg har samvariasjon mellom selskapene innenfor begge gruppene økt kraftig. MSCI skriver at denne utviklingen har gjort selskapene til egne risikofaktorer i det globale aksjemarkedet.

³ MSCI (Oktober 2019): «Selected geographical issues in the global listed equity market».

8 Gevinster ved global risikospredning

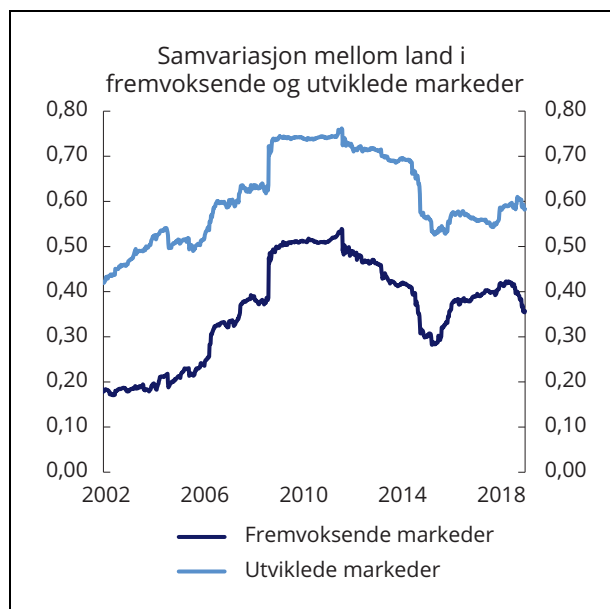
På oppdrag fra Finansdepartementet har konsultantselskapet og indeksleverandøren MSCI utarbeidet en rapport som beskriver utviklingstrekk i det globale aksjemarkedet og analyserer konsekvenser av geografisk fordeling for historisk avkastning og risiko. Analysen er i hovedsak gjennomført med utgangspunkt i MSCIs globale indekser. Rapporten er tilgjengelig på departementets nettsider.

MSCI viser i sin rapport til en utvikling i verdensøkonomien preget av økende internasjonalisering av handel og investeringer. Økt økonomisk og finansiell integrasjon innebærer typisk høyere samvariasjon mellom avkastningen i aksjemarkedene og reduserte gevinster ved risikospredning (diversifisering). Samtidig er det globale aksjemarkedet utvidet med flere fremvoksende økonomier, noe som isolert sett skulle tilsi bedre muligheter for å spre risiko. Både MSCI og Norges Bank har analysert hvordan utviklingen i verdensøkonomien har påvirket mulighetene for å høste gevinster ved global risikospredning.

Utviklingen i risikospredningsegenskapene til det globale aksjemarkedet

MSCIs analyser tar utgangspunkt i den friflytjusterte globale markedsindeksen MSCI ACWI. Figur 8.1 viser utviklingen i gjennomsnittlig samvariasjon mellom land i henholdsvis fremvoksende og utviklede markeder i indeksen over perioden fra desember 2001 til februar 2019. Samvariasjonen varierer over tid i takt med konjunktorene i aksjemarkedene, og typisk er høyere i perioder med betydelig uro i finansmarkedene enn under normale markedsforhold. Videre er den gjennomsnittlige parvise samvariasjonen mellom avkastningen i de landene som inngår i fremvoksende markeder vesentlig lavere enn mellom land som klassifiseres som utviklede markeder. Det betyr at gevinsten ved å spre investeringene over flere markeder isolert sett er større i fremvoksende markeder enn i utviklede markeder.

I NBIMs diskusjonsnotat 01/2019 analyseres betydningen av land- og sektortilhørighet for avkastning og diversifiseringsgevinster i globale

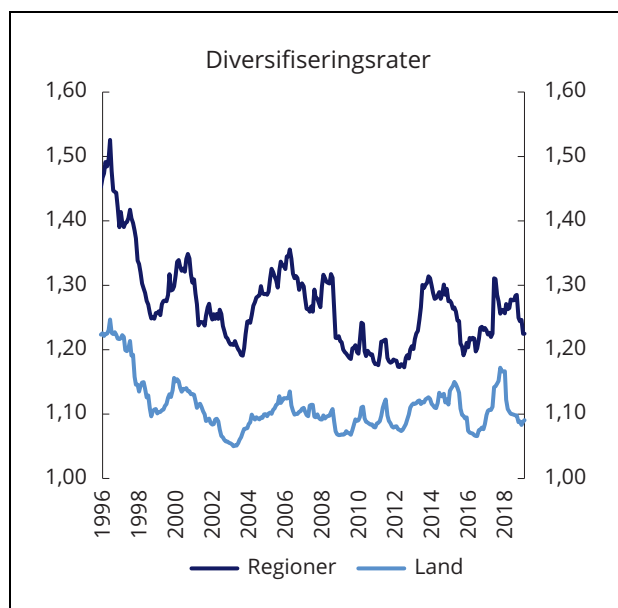


Figur 8.1 Gjennomsnittlig samvariasjon mellom land i fremvoksende og utviklede markeder basert på MSCI ACWI. Månedlige observasjoner fra desember 2001 til februar 2019

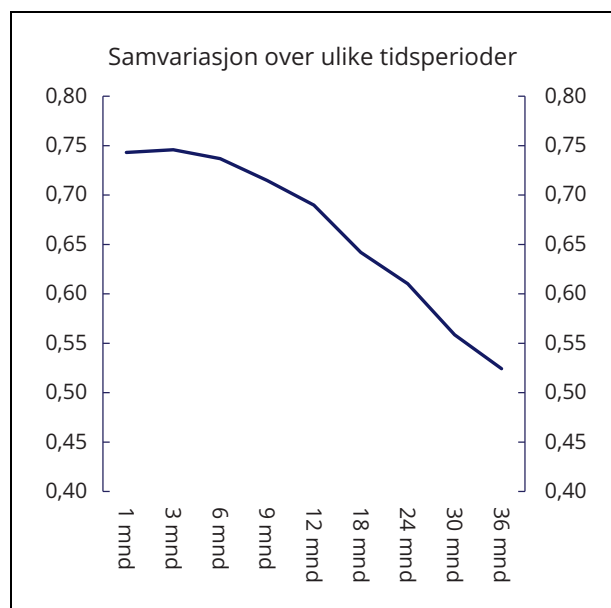
Kilde: MSCI.

aksjeporteføljer i perioden fra 1975 til 2018. Analysene viser at det har vært store endringer over tid i den relative betydningen av land- og sektortilhørighet. Betydningen av landtilhørighet er redusert både i utviklede og fremvoksende markeder. Sektortilhørighet har gjennomgående vært mindre viktig for avkastningen enn landtilhørighet i fremvoksende markeder, til tross for at betydningen av sistnevnte er redusert over tid. Begge dimensjonene er imidlertid fortsatt viktige for å oppnå gevinstene ved global risikospredning.

MSCI beregner gevinstene ved global risikospredning basert på såkalte diversifiseringsrater, som for en portefølje er definert som forholdet mellom en vektet sum av volatiliteten til enkeltselskapene i porteføljen og volatiliteten til en portefølje bestående av de samme selskapene. Dersom det ikke er noen gevinster ved risikospredning vil dette forholdstallet være lik en. Desto høyere forholdstall, desto større er gevinsten (desto lavere



Figur 8.2 Diversifiseringsrater for MSCI frilytbaserte globale aksjeindeks (MSCI ACWI). Bidrag fra regioner og land basert på månedlige observasjoner i perioden januar 1996 til februar 2019
Kilde: MSCI.



Figur 8.3 Gjennomsnittlig samvariasjon mellom avkastningen av regioner beregnet over ulike tidsperioder. Beregningene tar utgangspunkt i MSCI ACWI
Kilde: MSCI.

er samvariasjonen mellom avkastningen av selskapene i porteføljen). Diversifiseringsraten til en global portefølje kan brytes ned på bidrag fra regioner, land og selskaper.

Figur 8.2 viser at det er betydelige gevinster ved å spre investeringer over regioner. En verdi-vektet sum av volatiliteten til de ulike regionporteføljene har i gjennomsnitt vært mellom 20–30 pst. høyere enn volatiliteten til en global portefølje av de samme regionene over de siste 20 årene. Diversifiseringsgevinsten avtok i perioden frem til finanskrisen i 2009, men har senere steget noe. Innenfor hver region har derimot ikke diversifisering på tvers av land gitt et stort bidrag til global risikospredning. MSCI peker på at dette skyldes høy landkonsentrasjon særlig i regionene Nord-Amerika (USA) og Asia og Oseania (Japan).

MSCIs beregninger viser også at et vektet gjennomsnitt av volatiliteten til enkelt-selskapene har vært mellom 200 og 300 pst. høyere enn volatiliteten til en global portefølje av de samme selskapene. Det innebærer at diversifiseringsgevinsten i all hovedsak tas ut ved å spre investeringene over mange selskaper i hvert marked.

Et sentralt spørsmål for langsiktige investorer er om gevinstene av global risikospredning varierer med horisonten på investeringene. Dersom

samvariasjonen mellom avkastningen i regioner er høyere på kort enn på lang sikt, kan en langsiktig investor undervurdere betydningen av bred geografisk spredning av investeringene. Analyser fra MSCI viser at samvariasjonen mellom regionene faller dersom beregningen baseres på avkastningen over lengre tidsperioder, se figur 8.3.

Gevinster ved global diversifisering for langsiktige internasjonale investorer drøftes også i NBIMs diskusjonsnotat 01/2017.¹ For en langsiktig eier utgjør selskapenes kontantstrømmer (utbytter) en betydelig høyere andel av avkastningen enn den løpende verdsettelsen av selskapene. Analysene i diskusjonsnotatet viser at den høye samvariasjonen mellom avkastningen i de ulike aksjemarkedene i vesentlig større grad skyldes samvariasjon mellom investorenes diskonteringsrater enn samvariasjon mellom selskapenes kontantstrømmer. Det tyder på at gevinstene ved diversifisering i aksjemarkedene fortsatt er betydelig på lang sikt.

¹ Analysene er basert på en empirisk modell der svingninger i historisk avkastning splittes i en komponent som skyldes endringer i selskapenes kontantstrømmer og en komponent som skyldes endringer i diskonteringsratene investorene bruker for å verdsette kontantstrømmene, se også Viceira m. fl. (2017).

Risikoegenskaper til porteføljer med ulike regionfordelinger

Departementet har også bedt MSCI om å konstruere globale aksjeindekser med ulike regionfordelinger og analysere om disse potensielt kan bedre risiko- og diversifiseringsegenskaper sammenlignet med den friflytjusterte markedsindeksen MSCI ACWI. De ulike regionene i analysen består av Nord-Amerika (utviklede markeder), EMEA (utviklede markeder i Europa, Midt-Østen og Afrika), Asia og Oseania (utviklede markeder) og fremvoksende markeder. Analysene er basert på data for perioden januar 1996 til februar 2019.

Regionfordelingene som analyseres er basert på fulle markedsvekter, likevekter, risikoparitetsvekter, BNP-vekter og de regionale justeringsfaktorene i dagens referanseindeks for aksjer i SPU. I tillegg er det inkludert en markedsvektet portefølje som ikke er investert i fremvoksende markeder. Med unntak av fulle markedsvekter, er de øvrige indeksene justert for fri flyt. MSCI viser til at denne tilnærmingen bevarer grunnleggende krav til markedsrepresentasjon for alle indeksene.

Analysen av samvariasjon mellom aksjeavkastningen i de landene som inngår i MSCI ACWI viser at land innad i de fire regionene i indeksen har høyere samvariasjon enn land på tvers av regionene, særlig på lang sikt. MSCI peker på at resultatet kan ses i sammenheng med at land i samme region er tettere integrert både økonomisk og finansielt. Regioner fremstår ifølge MSCI derfor som hensiktsmessige byggeklosser for en global aksjeportefølje.

MSCI peker på at et prinsipp om markedsvekting innebærer høy vekt i markeder som prises høyt. Høy verdsettelse gjenspeiler normalt et høyt lønnsomhetsnivå, men kan også eksponere investorer mot midlertidige bobler i ulike aksjemarkeder.

Tabell 8.1 viser at det er betydelige forskjeller i den regionale fordelingen i de ulike indeksene. De markedsverdibaserte indeksene (friflyt markedsvekter, fulle markedsvekter, SPUs referanseindeks og markedsvekter uten fremvoksende markeder) har høyere vekt i Nord-Amerika og lavere vekt i fremvoksende markeder enn indeksene basert på likevekter og BNP-vekter. Det skyldes dels lav relativ verdsettelse av selskapene i fremvoksende markeder og dels at fremvoksende markeder generelt har en vesentlig lavere vekt i markedsbaserte indekser enn det som følger av størrelsen på økonomien. Lav andel fremvoksende markeder i SPUs referanseindeks og den justerte markedsvektede indeksen er et resultat av høy friflytjustering, som skyldes konsentrert eierskap eller restriksjoner på utenlandske investorer eierskap eller tilgang til markedene. Fulle markedsvekter samvarierer sterkt med friflytjusterte vekter, men innebærer samtidig noe bedre diversifisering som følge av en jevnere fordeling mellom regioner.

Vekting av regioner basert på BNP gjenspeiler den faktiske størrelsen på økonomien i hver region og er uavhengig av historisk aksjeutvikling. En BNP-vektet indeks medfører en noe lavere eksponering mot konjunktorene i aksjemarkedet, men er samtidig krevende å følge tett til lave forvaltningskostnader. Vekting basert på økonomienes relative størrelse gir også en høyere eksponering mot regioner med sterk økonomisk vekst, som fremvoksende markeder. MSCI finner imidlertid ingen sterk sammenheng mellom aksjeavkastning og økonomisk vekst over de siste 20 årene. En høyere vekt i fremvoksende markeder vil samtidig innebære økt eksponering mot politisk risiko og økte eierandeler i selskaper med svakere selskapsstyring.

En likevektet indeks er uavhengig av utviklingen i finansielle og økonomiske størrelser, men vil

Tabell 8.1 Regionfordeling under ulike vektingsprinsipper ved utgangen av februar 2019. Prosent

	Friflyt markeds- vekter	Fulle markeds- vekter	SPUs referanse- indeks	Markeds- vekter uten FM	BNP- vekter	Risiko- paritets- vekter	Like- vekter
Nord-Amerika	57,95	46,57	41,24	60,81	28,17	34,88	24,54
EMEA ¹	19,25	18,41	34,11	24,04	23,23	22,87	25,12
Asia/Oseania	11,14	11,60	12,41	15,15	9,69	26,30	24,79
Fremvoksende markeder (FM)	11,66	23,41	12,24	-	38,92	15,96	25,55

¹ Europa, Midt Østen og Afrika.
Kilde: MSCI.

Tabell 8.2 Risikoegenskaper for indekser med ulike regionale fordelinger. Prosent

	Friflyt markeds- vekter	Fuller markeds- vekter	SPUs referanse- indeks	Markeds- vekter uten FM	BNP- vekter	Risiko- paritets- vekter	Like- vekter
Årlig volatilitet	15,0	15,3	14,8	15,5	15,9	15,1	16,0
VaR@99%	-11,9	-12,2	-11,0	-12,4	-12,2	-11,6	-12,5
Maksimalt fall ¹	-15,0	-15,3	-14,8	-15,5	-15,9	-15,1	-16,0

¹ Maksimalt fall fra topp til bunn over en valgt periode er et mål på risikoen for store verdifall («nedsiderisiko» eller «halerisiko»). Kilde: MSCI.

Tabell 8.3 Diversifiseringsrater for indekser med ulike regionale fordelinger

	Friflyt markeds- vekter	Fuller markeds- vekter	SPUs referanse- indeks	Markeds- vekter uten FM	BNP- vekter	Risiko- paritets- vekter	Like- vekter
Globalt	2,42	2,38	2,53	2,33	2,52	2,53	2,56
Regionalt	1,27	1,25	1,28	1,26	1,25	1,28	1,26
Land	1,11	1,13	1,13	1,08	1,20	1,13	1,22
Selskap	1,70	1,67	1,74	1,71	1,66	1,74	1,64

Kilde: MSCI.

samtidig innebære vesentlig høyere forvaltningskostnader. Indeksen basert på risikoparitet setter den geografiske fordelingen slik at alle regionene bidrar like mye til den totale risikoen i porteføljen. Vekting etter risikonivå gir normalt mer stabile verdisvingninger. En risikoparitetsvektet indeks resulterer i en noe høyere andel utviklede markeder i Nord-Amerika og lavere andel fremvoksende markeder enn den likevektede indeksen. Det skyldes at risikoen i analyseperioden har vært høyest i fremvoksende markeder og lavest i Nord-Amerika.

Det er små forskjeller i sektorsammensetning mellom de ulike vektingsprinsippene. Høy vekt i fremvoksende markeder gir en noe høyere eksponering mot finanssektoren, mens lav vekt til Nord-Amerika gir ifølge MSCI en noe lavere eksponering mot IT-sektoren. MSCI skriver at ingen av indeksalternativene har så store overvekter mot enkeltsektorer at det går på bekostning av en global markedsrepresentasjon.

Tabell 8.2 viser at det er små forskjeller i risikoegenskapene til de ulike indeksene. Den likevektede indeksen har historisk gitt noe høyere målt risiko grunnet den høye vekten til fremvoksende markeder, mens den friflytjusterte markedsindeksen i perioden har gitt noe lavere risiko grunnet høy andel utviklede markeder i Nord-Amerika. Alle vektingsprinsippene innebærer

betydelige risikospredningsgevinster målt ved diversifiseringsrater, se tabell 8.3. De markedsbaserte indeksene gir gjennomgående lavere risikospredningsgevinster enn øvrige vektingsprinsipper. MSCI peker imidlertid på at forskjellene er beskjedne. Det skyldes både at slike gevinster i all hovedsak tas ut ved å spre risikoen på mange selskaper, samt at de ulike indeksene MSCI analyserer tar utgangspunkt i det samme underliggende universet av selskaper. Til tross for at indeksene basert på BNP og likevekter har bedre diversifiseringsgevinster, har ikke dette historisk gitt utslag i lavere risiko.

Det har vært vesentlige forskjeller i avkastning mellom regionene over perioden. De viktigste driverne for disse forskjellene har vært ulik utvikling i lønnsomhet (egenkapitalavkastning) og verdsettelse. MSCI peker på at grad av regionkonsentrasjon kan være et mål på indeksenenes mer langsiktige diversifiseringsegenskaper. Samtlige alternative indekser har lavere regionkonsentrasjon enn den friflytbaserte markedsindeksen. Lavere regionkonsentrasjon vil redusere eksponeringen mot høy prising av aksjemarkedet i bestemte land eller regioner, og kan bidra til at indeksen blir bedre diversifisert på tvers av regionale forskjeller i langsiktige vekstbaner for lønnsomhet.

9 Konsekvenser av pandemier for finansmarkedene

Spredningen av koronaviruset i begynnelsen av 2020 og innføring av omfattende smitteverntiltak, førte til kraftige fall og sterk uro i de globale finansmarkedene. Virusutbruddet har skapt bekymringer for folkehelsen rundt om i verden. Samtidig er det økende bekymring for virkningene av de strenge smitteverntiltakene og konsekvensene av omfattende økonomiske mottiltak. Det internasjonale pengefondet (IMF) peker på at verdensøkonomien i år vil kunne oppleve den største tilbakegangen siden 1930-tallet. Tross det sterke fallet i realøkonomien, har ekstraordinære penge- og finanspolitiske tiltak, samt gradvis gjenåpning av økonomiene i mange land, bidratt til at markedene relativt raskt har kommet tilbake, se omtale i avsnitt 2.2. Det er imidlertid fortsatt stor usikkerhet om utviklingen fremover.

Med en høy aksjeandel er utviklingen i aksjemarkedene svært viktig for markedsverdien av SPU. Generelt påvirkes aksjeavkastningen både gjennom forventninger til fremtidige overskudd i selskapene og gjennom diskonteringsrenten som investorer bruker for å beregne dagens verdi av fremtidige overskudd. Tross forventninger om et kraftig inntjeningsfall i inneværende år, peker inntjeningsestimaterne i flere ledende markeder i retning av en markert bedring neste år. Samtidig er slike anslag beheftet med mye usikkerhet og løpende justeringer. En viktig problemstilling for langsiktige investorer er om selskapenes overskudd vil vende tilbake til historisk trend, eller om vedvarende lavere kapitalavkastning tilsier en svakere utvikling fremover. Det vil blant annet avhenge av utviklingen i produktivitet, teknologi og faktoravlønning.¹ Pandemien har gitt fall i obligasjonsrenter med både kort og lang løpetid, og kan også ha påvirket investorenes risikovilje. Deres investorenes avkastningskrav for aksjer endres, vil også markedsverdien av de børsnoterte selskapenes utbytter og overskudd endres.

¹ For eksempel kan økt bruk av digitale verktøy under krisen føre til vedvarende økt produktivitet gjennom mer effektive arbeidsmetoder. Pandemien kan også ha påvirket den negative sammenhengen mellom teknologiutvikling og lønnskernes andel av verdiskapingen.

Nedenfor oppsummeres flere akademiske studier av sammenhengen mellom pandemier, økonomisk vekst, produktivitet, faktoravlønning og finansmarkeder. Innsikt i de økonomiske konsekvensene av tidligere pandemier kan bidra til å øke forståelsen for de utfordringene vi står overfor i dag. Kunnskap om hvordan koronapandemien har gitt seg utslag i finansmarkedene så langt, og hvilke egenskaper ved markeder og selskaper som har påvirket avkastning og risiko, er også viktig. For eksempel har vi liten erfaring fra tidligere pandemier med smitteverntiltak og økonomiske mottiltak i tilsvarende størrelsesorden som under dette virusutbruddet. Siden prisene i verdipapirmarkedene er løpende tilgjengelige, og fremoverskuende ved at de hensyntar tilgjengelig informasjon, er markedsprisene en viktig kilde til informasjon om forventede konsekvenser av koronavirusutbruddet.

Erfaringer fra tidligere pandemier

Pandemier har oppstått med ujevne mellomrom gjennom historien. Tabell 9.1 viser tolv alvorlige pandemier med minst 100 000 døde, fra svartedauden som startet på 1330-tallet, til svineinfluensaen i 2009. Tre av de tolv pandemiene brøt ut i det 20. århundre, og dersom en inkluderer det pågående virusutbruddet har vi erfart to alvorlige pandemier så langt i det 21. århundre.²

Svartedauden var den mest ødeleggende pandemien i forrige årtusen. Det er godt dokumentert av både økonomer og historikere at pesten spilte en sentral rolle både for økonomiske, sosiale og politiske endringer, særlig i Europa.³ Fra et makroøkonomisk perspektiv innebar svartedauden og flere av de senere pandemiene først og fremst et negativt sjokk i arbeidstilbudet. Flere studier fokuserer i tråd med dette på virkningen

² I tillegg kommer AIDS epidemien som har pågått siden begynnelsen av 1980-tallet, og som målt i antall døde allerede er mer alvorlig for mange land enn influensapandemiene. Ifølge Verdens helseorganisasjon (WHO), var rundt 32 millioner mennesker døde av HIV-viruset ved utgangen av 2018.

³ Se Jorda m.fl., 2020.

Tabell 9.1 Tolv alvorlige pandemier med minst 100 000 dødsfall

Hendelse	Start	Slutt	Antall døde
Svartedauden	1331	1353	75 000 000
Pesten i London	1665	1666	100 000
Den første kolerapandemien i Asia-Europa	1816	1826	100 000
Den andre kolerapandemien i Asia-Europa	1829	1851	100 000
Den russiske kolerapandemien	1852	1860	1 000 000
Den globale influensapandemien	1889	1890	1 000 000
Den sjette kolerapandemien	1899	1923	800 000
Encephalitis Lethargica pandemien	1915	1926	1 500 000
Spanskesyken	1918	1920	100 000 000
Den asiatiske pandemien	1957	1958	2 000 000
Hong Kong-influensaen	1968	1969	1 000 000
Svineinfluensa (H1N1)	2009	2009	203 000

Kilde: Jorda m.fl. (2020).

av slike sjokk på økonomisk vekst og faktoravlønning.⁴ Et sjokk i arbeidstilbudet fungerer dessuten som et naturlig eksperiment for å belyse makroøkonomiske teorier.⁵ Et gjennomgående problem har imidlertid vært tilgang på data. De fleste studier analyserer derfor kortsiktige konsekvenser av én enkelt pandemi.

Et unntak er Jorda m.fl. (2020) som analyserer langsiktige økonomiske konsekvenser av tolv historiske pandemier, se tabell 9.1. Analysene er basert på tall for realrenter tilbake til 1300-tallet for seks europeiske land⁶ samt noe mer begrensede tall for reallønninger. I henhold til økonomisk teori faller den naturlige renten i årene etter en pandemi som følge av knapphet på arbeidskraft, dempet investeringsbehov og økt sparing.

⁴ For eksempel finner Clark (2007) at svartedauden førte til et fall i arbeidstilbudet i England på mellom 25-40 pst. og at reallønningene økte med i overkant av 100 pst.

⁵ Se for eksempel Brainerd og Siegler (2003) og Karlsson m.fl. (2012). På kort sikt predikerer både neoklassiske og endogene vekstmodeller redusert kapitalavkastning og økt reallønn. Endogene vekstmodeller skiller seg fra neoklassiske ved at kunnskapsproduksjon og teknologiutvikling ikke er eksogent gitt. Det innebærer ulike prediksjoner for økonomisk vekst på mellomlang likt. Handelsbaserte teorier tilsier at det er næringsstrukturen heller enn lønningene som blir påvirket av et sjokk i arbeidstilbudet, se Karlsson m.fl. (2020).

⁶ Frankrike, Tyskland, Italia, Nederland, Spania og Storbritannia.

Resultatene fra denne studien underbygger teorien, og viser at den negative effekten på realrentene er overraskende langvarig. Målt som avvik fra en beregnet naturlig rente indikerer resultatene flere tiår med reduserte investeringsmuligheter i etterkant av en pandemi. Det tar omtrent 40 år før renten er tilbake til forventet nivå (dersom pandemien ikke hadde inntruffet).⁷ Det er imidlertid store variasjoner mellom landene, avhengig av pandemiens utbredelse, relativ størrelse på yrkesaktiv befolkning og grad av industrialisering. Analysene viser også en statistisk signifikant økning i reallønninger. Jorda m.fl. konkluderer med at vedvarende lave realrenter kan gi et finanspolitisk rom for å dempe konsekvensene av koronapandemien. Det pekes imidlertid også på et viktig forbehold som gjør det krevende å overføre disse resultatene til dagens situasjon. Levealderen er betydelig høyere i dag enn den var under tidligere pandemier, og koronaviruset har så langt særlig rammet pensjonister. Det innebærer at sjokket i arbeidstilbudet som følge av koronapandemien trolig blir vesentlig mindre. I tillegg er folkehelsen og kvaliteten på helsevesenet i dag mye bedre i de fleste land.

Pandemier gir både tilbuds- og etterspørsels-effekter. Utbrudd av alvorlige, smittsomme syk-

⁷ Disse resultatene blir ikke nevneverdig påvirket av å fjerne svartedauden eller spanskesyken fra utvalget.

dommer reduserer arbeidstilbud og produktivitet. I tillegg kommer redusert etterspørsel som følge av forbrukeratferd for å unngå smitte. For eksempel falt antall besøkende i Taiwan med 80 pst. under SARS-pandemien (Bell and Lewis, 2004). Dystre økonomiske utsikter kan dessuten dempe private investeringer. Politiske smitteverntiltak som pålegger arbeidstakere å være hjemme og begrenser forbruk av visse tjenester rammer både tilbuds- og etterspørselssiden. Hvilke økonomiske tiltak som best kan håndtere negative virkninger og hindre et alvorlig makroøkonomisk tilbakeslag i kjølvannet av koronapandemien er et viktig tema i den akademiske diskusjonen, se for eksempel Gourinchas (2020) og Guerrieri m.fl. (2020).

En egen gruppe studier estimerer kortsiktige makroøkonomiske konsekvenser av en potensiell pandemi basert på en makromodell og epidemiologiske data fra tidligere pandemier.⁸ Estimert årlig fall i BNP som følge av en pandemi med alvorlighetsgrad på linje med spanskesyken varierer i studiene fra 1,0 til 12,6 pst. Valg av økonomisk modell, hvilke land som studeres og antagelser om virkninger på etterspørselen forklarer mye av forskjellene. For eksempel er det grunn til å tro at et negativt etterspørselssjokk er sterkere i land og regioner med store tjenesteytende næringer og høy befolkningstetthet. Et interessant funn for britisk økonomi i Keogh-Brown m.fl. (2010) er at de alvorligste økonomiske virkningene skyldes smitteverntiltak (langvarig stengte skoler) heller enn selve pandemien.

Spanskesyken (1918–1920) er den mest alvorlige pandemien i moderne tid og trekkes frem i flere studier som det beste sammenligningsgrunnlaget for koronapandemien, både når det gjelder dødelighet og økonomiske konsekvenser.⁹ I motsetning til koronapandemien innebar spanskesyken i hovedsak et alvorlig sykdomsforløp for unge og i utgangspunktet friske mennesker.¹⁰ Det faktum at de to første bølgene av spanskesyken falt sammen med det siste året av første verdenskrig gjør det imidlertid krevende å skille effekter av pandemien fra effekter av krigen.

Karlsson m.fl. (2012) studerer konsekvensene av spanskesyken i Sverige. Dette casestudiet er interessant fordi Sverige, i tillegg til å ha gode administrative data, var nøytralt under første ver-

denskrig. I tråd med teorien finner Karlsson m.fl. et sterkt fall i kapitalavkastningen, men i motsetning til andre studier ingen holdepunkter i de svenske tallene for at pandemien førte til økte reallønninger eller økt produktivitet. Dette kan vanskelig forklares ut fra teorien, men tyder ifølge forfatterne på at økt kapitalintensitet førte til endringer i næringsstrukturen heller enn faktoravlønningen. Det kan i så fall bidra til å forklare økningen i fattigdom studiet dokumenterer.

Basert på anslag for influensadødelighet og nasjonalregnskapstall for 42 land finner Barro m.fl. (2020) at spanskesyken fra utbruddet og frem til 1929 i gjennomsnitt reduserte BNP per innbygger med 6 pst., og konsumet med 8 pst.¹¹ Realavkastningen av statssertifikater falt med 14 pst., noe som delvis skyldtes høyere inflasjon. Analysen viser også et betydelig, men ikke statistisk signifikant, fall i aksjemarkedene på 26 pst. Det var imidlertid store variasjoner i hvor hardt viruset rammet de ulike landene. Overført til det pågående virusutbruddet innebærer resultatene etter forfatternes syn at verden må være forberedt på et høyt antall døde og en global økonomisk resesjon på linje med finanskrisen.

Flere studier analyserer økonomiske virkninger av spanskesyken i USA. Brainerd og Siegler (2003) finner en positiv sammenheng mellom dødelighet som følge av pandemien og økonomisk vekst over de neste 10–12 årene målt ved realinntekt per innbygger. Garrett (2006) finner at byer og stater i USA med høy influensadødelighet opplevde en sterk vekst i industriavlønninger på kort sikt. To nye studier undersøker også økonomiske virkninger av smitteverntiltak under spanskesyken.¹² Velde (2020) finner at smitteverntiltakene påvirket dødeligheten, men hadde begrensede implikasjoner for økonomien på kort sikt. Correia m.fl. 2020 finner at amerikanske byer som implementerte smitteverntiltak tidlig og opprettholdt disse lenger oppnådde lavere dødelighet. Samtidig var det på kort sikt små forskjeller i økonomisk aktivitet mellom byer med mer og byer med mindre strenge tiltak. Raskere, strengere og mer

⁸ Se Congressional Budget Office (2005) for USA, James og Sargent (2006) for Canada, Jonung og Roeger (2006) for EU-landene, Keogh-Brown m.fl. (2010) for Storbritannia og McKibbin og Sidorenko (2006) for G-20 landene.

⁹ Se Ferguson m.fl. (2020) og Barro m.fl. (2020).

¹⁰ Simonsen m.fl. (1998) estimerer at omtrent halvparten av alle de som døde var mellom 15 og 40 år.

¹¹ Barro m.fl. (2020) korrigerer for dødsfall som skyldes første verdenskrig med estimater for krigsintensitet i hvert land, målt som forholdet mellom dødsfall i kamp og total befolkning.

¹² De fleste amerikanske byer innførte smitteverntiltak i løpet av den andre bølgen av spanskesyken høsten 1918, herunder nedstenging av skoler og kirker, forbud mot store forsamlinger, redusert eller forskjøvet arbeidstid, påbud om munnbind, karantene og offentlige hygienetiltak. Tiltakene i 1918 var imidlertid langt fra så omfattende som tiltak som er tatt i bruk for å bekjempe Covid-19, se Markel m.fl. (2007) og Barro (2020).

vedvarende tiltak var dessuten assosiert med bedre økonomiske resultater på mellomlang sikt.

Ved hjelp av data for strømforbruk, utslipp av nitrogendioksid og mobilitetstall finner Demirguc-Kunt m.fl. (2020) tilsvarende resultater for koronapandemien. Land som var sent ute med smitteverntiltak har så langt kommet relativt dårligere ut økonomisk og hatt betydelig høyere dødelighet enn land som innførte smitteverntiltak tidlig. Bedre økonomisk utvikling kan delvis forklares ved at land som var tidlig ute trengte mindre omfattende tiltak fordi smittespredningen ennå var liten. Basert på transaksjonsdata fra svenske og danske kunder i Danske Bank dokumenterer Andersen m.fl. (2020) en betydelig reduksjon i konsumet som følge av pandemien. I Sverige ble konsumet redusert med 25 prosentenheter, mens det i Danmark falt med i underkant av 29 prosentenheter.¹³ Forfatterne konkluderer med at redusert konsum i all hovedsak kan tilskrives individuell atferd heller enn lovpålagte smitteverntiltak.

Utslag av koronapandemien i finansmarkedene

Frem til pandemien spredte seg til Italia, Sør-Korea og Iran var det små utslag i de globale finansmarkedene. Fra 20. februar 2020 falt aksjemarkedene kraftig, i takt med den globale spredningen av viruset og innføring av strenge, nasjonale smitteverntiltak. Amerikanske og tyske statsobligasjoner med lang løpetid opplevde samtidig sterk kursoppgang som følge av økt etterspørsel etter sikre papirer. Målt som meravkastning over 30-årige amerikanske statsobligasjoner falt aksjemarkedet i USA med nesten 60 pst. Det har ikke vært observert en lavere meravkastning i noen måned i moderne amerikansk historie (Gormsen og Kojien, 2020). I motsetning til ved tidligere pandemier, har koronaviruset også ført til historisk høye aksjekurssvingninger (Baker m.fl., 2020), markant økning i kredittspreader (Nozawa m.fl., 2020) og historisk stor spredning i analytikerens vekstanslag (Brether m.fl., 2020). Nyheter om massive penge- og finanspolitiske tiltak og en gradvis gjenåpning av økonomien i mange land førte til sterk prisoppgang i aksjemarkedene fra begynnelsen av april. Ved utgangen av andre kvartal 2020 var markedene nesten på linje med nivået før utbruddet av pandemien. En raskt voksende litteratur studerer utslagene av koronapandemien på investorer, selskaper og markeder.

¹³ Danmark og Sverige ble utsatt for koronapandemien samtidig, men bare Danmark innførte betydelige begrensninger på sosiale og økonomiske aktiviteter.

Ved å koble prisinformasjon fra ledende aksjeindekser med prisene på terminkontrakter på årlig utbytte fra de samme indeksene, studerer Gormsen og Kojien (2020) utviklingen i investorenes forventninger under krisen. Det innledende kraftige fallet i aksjemarkedene kan i hovedsak spores til et fall i den forventede verdien av utbytter langt frem i tid. Siden det synes rimelig å anta at pandemien påvirker overskudd i nær fremtid mer enn overskudd langt frem i tid, tyder dette på økte diskonteringsrenter, noe som ofte observeres i tider med markedsuro (Gormsen, 2020). Nyhetene om pengepolitiske tiltak har økt forventningene til langsiktig vekst, men ikke bidratt til å øke de kortsiktige vekstforventningene. Fra 20. juli 2020 viser Gormsen og Kojiens prognose for årlig vekst i utbytte til en nedgang på 8 pst. i USA og Japan og en nedgang på 14 pst. i EU sammenlignet med 1. januar.

Majoriteten av noterte amerikanske selskaper synes å ha undervurdert risikoen for en pandemi (Loughran og McDonald, 2020 og Schoenfeld, 2020).¹⁴ Etter utbruddet er det særlig fall i etterspørsel, økt usikkerhet og forstyrrelser i leverandørkjeder som har skapt bekymring blant selskapsledere verden over. Andre bekymringer knytter seg til redusert kapasitet, nedleggelse og ansattes velferd, mens finansieringshensyn nevnes relativt sjelden (Hassan m.fl., 2020).¹⁵ I USA har emisjonsaktiviteten økt betraktelig under krisen, også blant selskaper med lavere kredittkarakter enn «investment grade», (Halling m.fl., 2020). Dette er uvanlig i urolige tider. Mulige forklaringer kan være «search for yield» blant investorer eller reallokering av kapital til markedet for selskapsobligasjoner fra verdipapirfond og hedge fond.¹⁶ Aksjeemisjoner falt betydelig de første ukene etter virusutbruddet, men har senere tatt seg opp og overstiger nå nivået i normale tider. Totalt sett tilsvarer egenkapitalemisjoner imidlertid kun om lag 5 pst. av den kapitalen som er samlet inn gjennom selskapsobligasjonsmarkedet.

¹⁴ Majoriteten av amerikanske selskaper som er rapporteringspliktige til SEC (Form 10-K) inkluderte ikke pandemi-risiko som en vesentlig risikofaktor før koronautbruddet, mens det var små forskjeller i verdifall mellom disse selskapene og de som hadde rapportert at de var utsatt for pandemier.

¹⁵ Studien er basert på transkripsjoner fra telefonkonferanser i første kvartal 2020 fra nesten tolv tusen børsnoterte selskaper fra 84 land.

¹⁶ Acharya og Steffen (2020) finner imidlertid at selskaper med lavest kredittkarakter innenfor segmentet «investment grade» i stor utstrekning har økt kontantbeholdningen gjennom trekk på kredittlinjer istedenfor å emitte i obligasjonsmarkedet og peker på at dette er en potensiell risiko for kapitaldekningen i banksektoren.

Det er store variasjoner i markedenes reaksjoner på selskapsnivå. I USA priset markedet først inn bekymringer for selskaper med høy grad av internasjonal virksomhet, særlig handel i Kina. Deretter skiftet bekymringen til et bredere sett av faktorer, herunder selskapenes finansielle styrke (Ramelli og Wagner, 2020).¹⁷ Internasjonalisering og tilgang til finansiering har hatt betydning for verdsettelsen av selskaper i mange land (Ding m.fl., 2020).¹⁸ Ding m.fl. finner også at faktorer knyttet til selskapsstyring forklarer prisvariasjoner, herunder samfunnsansvar og eierskap. Betydningen av samfunnsansvar bekreftes også med amerikanske data av Alburgerque m.fl. (2020), mens Pagano m.fl. (2020) finner at virksomheter som krever tett kontakt med kunder eller mellom ansatte har falt mer i verdi enn andre. Krisen har også uforholdsmessig påvirket små selskaper i USA (Bartik m.fl., 2020) og Italia (Carletti m.fl., 2020).

Landsesifikke forhold har også hatt betydning for utslagene i markedene. Ru m.fl. (2020) finner at aksjemarkedene reagerte raskere og sterkere i land som led under SARS-pandemien i 2003. Videre har selskaper i høyinntekstland falt mindre i verdi enn selskaper i lavinntekstland, mens selskaper i land der en stor andel av befolkningen er over 65 år har falt mer i verdi enn land med en yngre befolkning. Verdifallet i aksjemarkedet har vært mindre i land med lav statsgjeld relativt til BNP (Gerding m.fl., 2020). Capelle-Blancard og Dezrosiers (2020) finner imidlertid at myndighetenes tiltak for å begrense smitte og støtte selskaper har påvirket aksjemarkedene mer enn situasjonen i de aktuelle landene før koronapandemien. Delatte og Guillaume (2020) finner at finanspolitisk styrke sammen med robustheten i banksektoren og helsevesenets kapasitet før 2020 har dempet virkningen av pandemien på rentedifferansen mellom statspapirer i euroområdet.

Gitt de dystre utsiktene for realøkonomien fremover drøftes det om dagens høye verdsettelse i aksjemarkedene gjenspeiler tilgjengelig informasjon på en effektiv måte. King og Mann (2020) peker på at de ekstraordinære pengepolitiske tiltakene har presset opp priser og redusert risikopremier i finansmarkedene uten at dette i særlig grad har påvirket inflasjon eller realøkonomisk aktivitet. Forfatterne frykter at dette skal gi opphav til såkalte zombie-markeder med feilprising og ineffektiv allokering av kapital som følge. Ledende

økonomer som Paul Krugman og Robert Shiller har også pekt på at dagens tilsynelatende løse kobling mellom aksjekurser og fundamentale verdier er bekymringsfull, mens Burton Malkiel hevder at fravær av arbitrasjemuligheter innebærer at markedene ikke er ineffektive.¹⁹

Oppsummering

Erfaringene fra tidligere pandemier tilsier, i tråd med teorien, at et sjokk i arbeidstilbudet fører til et fall i kapitalavkastningen og økte reallønninger på kort sikt. En nylig studie av de langsiktige effektene av pandemier finner at fallet i kapitalavkastning kan vedvare over flere tiår. Lavere kapitalavkastning hos de børsnoterte selskapene vil kunne gi lavere vekst i selskapenes overskudd og utbytter fremover. Det trekkes i retning av lavere aksjeavkastning. Det finnes imidlertid også en viss støtte for at et sjokk i arbeidstilbud endrer næringsstrukturen i et land heller enn faktoravlønnningen. Litteraturen dokumenterer også at det er store forskjeller mellom land og regioner i hvor hardt et virusutbrudd rammer økonomien.

I tråd med teorien har realrentene falt i etterkant av koronavirusutbruddet. Det er for tidlig å vurdere om pandemien vil ha konsekvenser for investorenes risikoaversjon og krav til risikopremie. På et aggregert nivå har ekstraordinære finans- og pengepolitiske tiltak så langt motvirket økte risikopremier og nedjusterte langsiktige vekstforventninger. Sannsynligheten for en pandemi er en halerisiko på linje med sannsynligheten for andre naturkatastrofer, og analytiske rammeverk som kan forklare den historiske høye aksjepremien trekker frem katastroferisiko som en relevant forklaringsfaktor.²⁰ Det er derfor grunn til å tro at mer langsiktige og systematiske realøkonomiske konsekvenser av virusutbrudd er gjenspeilet i aksjepremien og at investorene dermed blir kompensert for å påta seg slik risiko.

De store kursvariasjonene vi har sett så langt i aksjemarkedene, både på land-, sektor- og selskapsnivå, tilsier at gevinstene ved global risikospredning har vært betydelige. Dette samsvarer med tidligere pandemier hvor det også har vært store forskjeller i dødelighet og økonomiske konsekvenser mellom land og sektorer, både på kort og lang sikt.

¹⁹ Se Krugman (2020) og Malkiel og Shiller (2020).

²⁰ Makroøkonomiske variable er relativt stabile, og det har derfor vært krevende for økonomer å forklare den høye historiske risikokompensasjonen (aksjepremien) og de store prisvariasjonene i aksjemarkedene.

¹⁷ Studien er basert på prisinformasjon fra Russell 3000-indeksen i USA.

¹⁸ Studien er basert på 6000 selskaper i 56 land.

Tidligere pandemier gir viktig innsikt. Samtidig er det store forskjeller mellom pandemienes omfang og utviklingsnivå på samfunnene da pandemien inntraff. Et viktig forbehold når en skal trekke på studier av tidligere pandemier er at både nedstengingen av økonomisk aktivitet i mange land og de etterfølgende penge- og finanspolitiske tiltakene på bakgrunn av det pågående virusutbruddet er enestående i historien. Særlig konsekvensene av omfattende penge- og finanspolitiske tiltak er lite belyst i den eksisterende litteraturen. Dessuten synes det som om

det gjeldende virusutbruddet i mindre grad enn tidligere pandemier har gitt alvorlige sykdomsløp for arbeidsstyrken i landene som rammes.

Finansdepartementet

t i l r å r :

Tilråding fra Finansdepartementet 21. september 2020 om Statens pensjonsfond 2020 blir sendt Stortinget.

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, og gir på denne måten uttrykk for sin grunnleggende risikotoleranse og forventninger om avkastning. I Statens pensjonsfond kommer dette til uttrykk gjennom sammensetningen av referanseindeksene. 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 er over- eller underpriset i forhold til en annen. Se *aktivaklasser*.

Aksje

En aksje er et verdipapir som representerer en eierandel i et aksjeselskap. Aksjeselskap betaler ofte ut årlig utbytte per aksje. Selskapet kan også utbetale overskudd ved å kjøpe tilbake aksjer. Ettersom selskapets verdi forandrer seg over tid, først og fremst avhengig av selskapets presentasjoner og fremtidsutsikter, vil også aksjekursen svinge. En aksjonær oppnår kursgevinst når aksjekursen stiger eller kurstap når aksjekursen faller. Ved å eie en aksje, har aksjonæren som regel rett til å stemme ved selskapets generalforsamling. Generelt gir alle aksjer lik rett i selskapet, men vedtektene kan bestemme at det skal være aksjer av forskjellige slag. En aksjeklasse kan for eksempel gi fortrinnsrett til utbytte eller det kan besluttes at en aksjeklasse skal være uten stemmerett.

Aktivaklasser

Aktivaklasser er ulike typer eller klasser av finansielle eiendeler med ulike avkastnings- og risikoegenskaper. I referanseindeksene for SPU og SPN inngår to aktivaklasser: aksjer og obligasjoner. Se *aksje* og *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. 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*.

Alfa

For å forklare historiske resultater i forvaltning brukes ofte modeller som skiller mellom avkastning forvalter oppnår gjennom å ta systematisk risiko, for eksempel markedsrisiko, og avkastning som skyldes andre avvik. Sistnevnte omtales gjerne som risikojustert meravkastning, såkalt alfa. Se *Meravkastning*.

Aritmetisk avkastning

Aritmetisk avkastning er et mål for gjennomsnittlig avkastning over flere tidsperioder. Den beregnes 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 total 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*.

Beta

Se *Systematisk risiko*.

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. Virkningen av 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 kontantstrømmen fra en obligasjon kommer til utbetaling. Med kontantstrøm menes både kuponger og hovedstol. Verdien av en obligasjon er følsom for renteendringer, og denne 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 eventuelle negative eksternaliteter 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 den fulle samfunnsøkonomiske kostnaden er priset. Myndighetsregulering kan bidra til å prise eksternaliteten slik at ressursene kan brukes effektivt for samfunnet. Et eksempel kan være 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 Finansdepartementet 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 kunne kreve en forventet avkastning ut over risikofri rente for å være eksponert mot faktorer som er systematiske. Risikoen ved faktorene ikke kan reduseres gjennom diversifisering. Dette kalles faktorpremier. Eksponering mot en eller flere faktorer kalles faktorisiko. Noen kjente systematiske faktorer i aksjemarkedet er markedsrisiko, størrelse, verdi, momentum og volatilitet. Viktige systematiske faktorer i obligasjonsmarkedet er løpetid og kreditt, 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* og *universell 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 $(0,2 \times 0,5) + (0,1 \times 0,25) + (0,1 \times 0,25) = 0,1 = 10$ pst. Forventet avkastning kan anslås ved hjelp av historiske avkastningsserier, eller basert på fremoverskuende modellsimuleringer. Se *avkastning*.

Forventet relativ volatilitet

En kapitaleier vil normalt sette rammer for hvor stor risiko forvalter kan ta. En fremgangsmåte er å fastsette en referanseindeks sammen med rammer for hvor mye avkastningen av den faktiske porteføljen kan avvike fra avkastningen av referanseindeksen. Finansdepartementet har i mandatene til Norges Bank og Folketrygdfondet blant annet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet, som er det forventede standardavviket til forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen. Over tid, og under gitte 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 rammen, uttrykt i prosentenheter. Se *aktiv forvaltning*, *faktisk portefølje*, *faktisk referanseindeks*, *meravkastning*, *realisert relativ volatilitet* og *standardavvik*.

Fremvoksende markeder

Fremvoksende 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 fremvoksende, og det finnes ulike praksiser for slik klassifisering. Ved investeringer i noterte aksjemarkeder er det vanlig å benytte klassifiseringene til indeks-

leverandører som FTSE. FTSE klassifiserer fremvoksende markeder blant annet 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 en investerings fremtidige (forventede) kontantstrøm. I en fundamental analyse av et aksjeselskap vil vurderinger av selskapets inntekter, kostnader og investeringer stå sentralt. Fundamental analyse brukes blant annet til verdsettelse av selskaper. En strategi for en aktiv forvalter kan 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 gjenspeilet 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 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. Indeksavkastningen er den gjennomsnittlige avkastningen for de verdipapirene som inngår i indeksen. Verdipapirindekser utarbeides av børsler, konsultantselskaper, 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 indekser satt sammen av svært likvide verdipapirer som børsnoterte aksjer eller obligasjoner. 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, hvis vi ser bort fra transaksjonskostnader, skatt og forvaltningskostnader. Dersom referanseindeksen omfatter mesteparten av de omsatte verdipapirene i markedet, vil man ved indeksforvaltning oppnå en avkastning som gjenspeiler avkastningen i markedet samlet. Avkastningen som følger av en bred markedseksponering kalles ofte markedsavkastning eller betaavkastning. 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*.

Informasjonsrate

Informasjonsraten måler den oppnådde meravkastningen i forhold til den relative risikoen, dvs. meravkastning relativt til realisert relativ volatilitet. Se *meravkastning* og *realisert relativ volatilitet*.

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 for ulike land når de måles i felles valuta. En ser her bort fra transportkostnader, handelshindringer og at ikke alle varer kan handles internasjonalt. Det er bred enighet blant forskere 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 investeringsregel eller -idé kan gjennomføres i praktisk kapitalforvaltning. Kan være forskjellig for små og store fond.

Investeringsunivers

De eiendeler, sektorer og land som forvalterne av Statens pensjonsfond har anledning til å investere i. Investeringsuniverset omfatter flere verdipapirer enn referanseindeksene.

Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en likevektsmodell for prising av verdipapirer (eller en portefølje av verdipapirer) med usikker fremtidig avkastning. I modellen er det en lineær sammenheng mellom verdipapirets (ellers porteføljens) markedsrisiko og forventet avkastning ut over risikofri rente (risikopremien). Se *risikopremie*.

Konsentrasjonsrisiko

Dersom investeringer eller utlån blir konsentrert om et lite antall selskaper, 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 variabler. 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 oppfyller sine forpliktelser, for eksempel som følge av konkurs. Se *motpartsrisiko*.

Kredittvurdering

En prosess for å bedømme sannsynligheten for at en låntager ikke betaler renter og avdrag ved forfall. Det finnes en rekke kredittvurderingsinstitutter, bl.a. Moody's og Standard & Poor's. Obligasjoner med kredittvurderinger fra AAA til BBB anses å være sikre investeringer («investment grade»). En kredittvurdering kalles ofte «rating».

Kupong

Renten som betales 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. Likviditetspremien er en forventet kompensasjon for å investere i verdipapirer som ikke er likvide. I praksis er likviditetspremier vanskelige å definere og måle. Se *risikopremie*.

Markedseffisiens

Markedseffisiens innebærer at prisen på en finansiell eiendel, slik som en aksje eller obligasjon, til enhver tid gjenspeiler all tilgjengelig og relevant informasjon om eiendelens fundamentale verdi. Dersom denne hypotesen er korrekt, vil det være umulig for en forvalter å oppnå meravkastning over tid ved fundamental analyse. Se *aktiv forvaltning* og *fundamental analyse*.

Markedsrisiko

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

Markedsverdivokter

En portefølje eller indeks er markedsverdivektet når investeringene i hvert enkelt verdipapir eller eiendel 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 må en også ta hensyn til risiko og forvaltningskostnader. Se *Risikojustert avkastning*.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risikoen for tap som følge av at en kontraktsmotpart ikke oppfyller 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 normalt en periodisk 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. Se *kupong*.

Obligasjoner med fortrinnsrett

Obligasjoner hvor obligasjonseierne har tilleggs-sikkerhet i en spesifikk portefølje av eiendeler, ofte boliglån.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil, eller eksterne hendelser. 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 som holdes av samme investor. Se *diversifisering*.

Prinsipal-agent-problem

Prinsipal-agent-problemer beskriver situasjoner der det ikke er fullt interessesammenfall mellom en oppdragsgiver (prinsipalen) og den som utfører oppdraget (agenten). Hvis 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 de selskapene der forvalter har investert.

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*.

Realisert relativ volatilitet

Avviket mellom en investeringsportefølje og dens referanseindeks kalles differanseavkastning. Standardavviket til differanseavkastningen omtales som realisert relativ volatilitet. Se *forventet relativ volatilitet* og *meravkastning*.

Rebalansering

Se *tilbakevektning*.

Referanseindeks

Se *indeks*.

Relativ avkastning

Se *meravkastning*.

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 *kredittrisiko*, *markedsrisiko*, *operasjonell risiko*, *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*, *faktorer* og *systematisk risiko*.

Risikojustert avkastning

Avvik fra referanseindeksen kan føre til at svingningene i en portefølje blir høyere eller lavere enn i referanseindeksen. I finansiell litteratur 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. Se *Sharpe-rate* og *informasjonsrate*.

Samvariasjon
Se korrelasjon.

Sannsynlighetsfordeling

En sannsynlighetsfordeling beskriver mulige verdier som en usikker (stokastisk) variabel kan ta og hvor relativt hyppig hver av verdiene inntreffer. Den mest kjente sannsynlighetsfordelingen er normalfordelingen, som er symmetrisk om middelverdien (forventningsverdien). Fordelinger som ikke er symmetriske kalles gjerne skjevfordelte. Fordelinger der ekstremutfall (store eller små) er mer sannsynlige enn i normalfordelingen kalles fordelinger med «fete» eller «tunge» haler.

Sharpe-rate

Sharpe-raten er et mål på hvor høy avkastning som er oppnådd per risikoenhet (standardavvik), ut over et risikofritt alternativ.

Standardavvik

Standardavvik er et mål på 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 avvike fra gjennomsnittlig avkastning med mindre enn ett standardavvik. 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 på 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 for eksempel ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, manglende tilgang på kreditt og likviditet eller markedskollaps. Den systematiske risikoen reflekterer således økonomiens iboende usikkerhet. Ifølge finansteori vil høyere systematisk risiko gi en kompensasjon form av høyere forventet avkastning. Eksponering mot systematisk risiko kalles gjerne beta. Se *diversifisering* og *faktorer*.

Tilbakevektning

Departementet har fastsatt strategiske referanseindekser for SPU og SPN med en fast aksjeandel, og for SPN også en fast fordeling på regioner. Når 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 tilbakevektning av denne indeksen. Når avvikene blir tilstrekkelig store, kjøpes og selges de nødvendige aktiva for å bringe faktisk referanseindeks i overensstemmelse med strategisk referanseindeks. Tilbakevektning 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*.

Universell eier

En universell eier er definert som en eier med investeringer spredt på et stort antall selskaper i mange bransjer og land, og som dermed indirekte eier en andel av verdens produksjonskapasitet.

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 kjøpekraft er imidlertid kronekursen ikke relevant. Avkastningen i fondet måles derfor i

internasjonal valuta. Dette gjøres med utgangspunkt i fondets valutakurv, som er en sammenvektning 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 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	2,49	-4,01	2,29	11,87	1,53	-0,16	1,89
1998	9,26	0,92	19,75	2,29	15,87	1,56	7,63	1,10	14,59	1,57
1999	12,44	1,28	13,84	2,38	7,92	2,21	26,43	1,08	11,40	1,26
2000	2,49	2,02	6,53	3,14	-2,91	3,36	3,66	2,14	4,75	0,83
2001	-2,47	1,17	-5,34	2,91	-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	-11,12	2,18	-5,30	1,22
2003	12,59	1,57	19,96	2,54	24,91	2,28	3,92	2,13	12,34	1,34
2004	8,94	2,37	3,93	0,37	14,16	2,66	5,94	2,09	6,45	1,32
2005	11,09	2,33	14,28	1,60	2,22	3,39	17,80	2,17	14,32	2,09
2006	7,92	2,13	5,89	2,31	15,16	3,23	3,01	2,24	1,01	2,30
2007	4,26	3,12	-3,90	0,71	10,20	2,83	-0,61	2,07	8,35	2,38
2008	-23,31	1,42	-6,66	3,77	-27,62	3,86	-23,87	3,27	0,21	3,55
2009	25,62	1,82	7,88	2,16	30,77	-0,37	26,69	0,33	16,42	2,24
2010	9,62	1,98	9,49	2,45	8,82	1,68	16,38	1,63	12,23	3,23
2011	-2,54	2,84	-1,39	1,30	-3,96	3,12	-0,75	2,68	-3,25	4,47
2012	13,42	1,98	6,70	0,64	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	12,64	2,60
2014	7,58	0,91	24,23	2,09	0,52	1,59	14,47	0,50	6,78	1,52
2015	2,74	0,74	15,54	2,15	-2,13	0,13	9,02	0,00	3,54	0,00
2016	6,92	1,59	1,95	3,60	4,83	1,27	7,97	0,20	25,05	0,70
2017	13,66	1,92	13,95	1,83	19,92	2,13	5,33	1,60	9,54	2,68
2018	-6,12	1,70	-3,07	2,75	-8,44	2,45	-3,83	1,67	-2,75	2,42
2019	19,95	1,80	22,01	2,21	20,24	1,83	22,45	1,16	15,59	1,79
1998–2019	6,09	1,77	7,20	2,11	6,35	2,14	6,21	1,67	7,40	1,98
1997–2019	6,22	1,76	7,35	2,13	5,87	2,15	6,45	1,66	7,06	1,97

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.

Tabell 2.2 Avkastning av SPU i 2019, siste 3, 5, 10 år og 20 år, målt i norske kroner.
Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2019	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år
<i>SPU</i>					
Faktisk portefølje	22,01	10,46	9,68	11,01	6,29
Referanseindeks	21,78	10,28	9,44	10,76	6,08
Differanseavkastning	0,23	0,18	0,23	0,25	0,20
<i>Aksjer</i>					
Aksjeportefølje ¹	28,20	12,78	11,67	13,08	5,62
Referanseindeks	27,82	12,71	11,42	12,86	5,30
Differanseavkastning	0,37	0,06	0,25	0,22	0,32
– Herav finansiering av eiendomsinvesteringer	-0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
– Herav overvekt i notert eiendom	-0,11	-0,05	-0,03	-0,01	-0,01
– Herav andre avvik	0,52	0,12	0,28	0,23	0,32
<i>Obligasjoner</i>					
Obligasjonsportefølje	9,41	5,57	5,72	7,12	5,41
Referanseindeks	9,20	5,35	5,60	6,93	5,26
Differanseavkastning	0,21	0,21	0,11	0,19	0,15
– Herav finansiering av eiendomsinvesteringer	0,10	0,05	0,03	0,01	0,01
– Herav andre avvik	0,11	0,17	0,08	0,18	0,15
<i>Unotert eiendom</i>					
Unotert eiendomsportefølje ²	8,68	9,15	9,11	10,24	
Aksjer og obligasjoner som er solgt ³	14,97	7,56			
<i>Realavkastning</i>					
Norsk inflasjon ⁴	2,21	2,26	2,51	2,11	2,09
Forvaltningskostnader	0,05	0,05	0,05	0,06	0,08
Avkastning justert for kostnader og inflasjon	19,33	7,96	6,95	8,65	4,03

¹ Aksjeporteføljen inkluderer fra og med 2017 noterte eiendomsinvesteringer.

² Den første eiendomsinvesteringen ble gjennomført i første kvartal 2011. Avkastning siste ti år er annualisert avkastning fra og med 1. april 2011. Den unoterte eiendomsporteføljen inkluderer i perioden 2014–2016 også noterte eiendomsinvesteringer.

³ Reguleringen av unoterte eiendomsinvesteringer ble endret fra og med 2017. Avkastning for aksjer og obligasjoner som er solgt er derfor kun vist for siste tre år.

⁴ Inflasjon gitt i tabellen er ikke basert på inflasjon målt i fondets valutakurv, men på norske KPI-tall.

Kilder: Norges Bank, Macrobond og Finansdepartementet.

Tabell 2.3 Avkastning av SPU siden 1998, målt i fondets valutakurv og norske kroner.
Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	Fondets valutakurv	NOK
<i>SPU</i>		
Faktisk portefølje	6,09	7,20
Referanseindeks	5,84	6,95
Differanseavkastning	0,25	0,25
<i>Aksjer</i>		
Aksjeportefølje ¹	6,53	7,51
Referanseindeks	6,12	7,10
Differanseavkastning	0,41	0,41
<i>Obligasjoner</i>		
Obligasjonsportefølje	4,69	5,79
Referanseindeks	4,54	5,64
Differanseavkastning	0,15	0,15
<i>Realavkastning</i>		
Inflasjon ²	1,77	2,12
Forvaltningskostnader	0,08	0,08
Avkastning justert for kostnader og inflasjon	4,17	4,90

¹ Aksjeporteføljen inkluderer fra og med 2017 noterte eiendomsinvesteringer.

² Inflasjon gitt i tabellen er basert på inflasjon målt i fondets valutakurv og på norske KPI-tall.

Kilder: Norges Bank, Macrobond og Finansdepartementet.

Bestilling av publikasjoner

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon

www.publikasjoner.dep.no

Telefon: 22 24 00 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på

www.regjeringen.no

Omslagsillustrasjon: Colourbox

Trykk: Departementenes sikkerhets- og
serviceorganisasjon – 09/2020

